



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU METODOU

BUSINESS VALUATION BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Jan Procházka

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2017

Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav financí
Student:	Bc. Jan Procházka
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce:	Ing. Michal Karas, Ph.D.
Akademický rok:	2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce a metody zpracování
Teoretická východiska ohodnocení podniku
Strategická a finanční analýza podniku
Prognóza generátorů hodnoty a finanční plán
Náklady kapitálu
Návrh výsledného ocenění
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede student finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

Základní literární prameny:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. upravené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press,a.s., 2010. 325 s. ISBN 978-80-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ E. Oceňování podniku. 2. vydání Praha, C.H.Beck, 2001. 365s. ISBN 80-7179-59-1.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 3. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 494 s. ISBN 97880-86929-67-5.

SCHOLLEOVÁ, H. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku TSS, spol. s r.o. Třebechovice pod Orebem výnosovými metodami oceňování. Teoretická část shrnuje teoretická východiska a použité postupy pro oceňování podniku. Praktická část obsahuje strategickou analýzu, finanční analýzu, SWOT analýzu, sestavení finančního plánu a vlastní ocenění metodami DCF entity a EVA. Finálním výstupem práce je hodnota vlastního kapitálu podniku TSS.

Abstract

This master thesis deals with evaluation of the company TSS, spol. s r.o. (Ltd.) Třebechovice pod Orebem using earning based methods. The theoretical part contains theoretical foundations and procedures used for company evaluation. The practical part consists of strategic analysis, financial analysis, SWOT analysis, financial plan construction and final calculation of company value via DCF entity and EVA methods. The result of the thesis is the equity value of TSS company.

Klíčová slova

Podnik, hodnota podniku, ocenění, vlastní kapitál, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, vážené průměrné náklady kapitálu, výnosové metody oceňování, DCF (diskontované peněžní toky), EVA (ekonomická přidaná hodnota)

Keywords

Company, company value, evaluation, equity, strategic analysis, financial analysis, value generators, financial plan, Weighted average capital costs, earning based evaluation methods, DCF (Discounted Cash Flow), EVA (Economic value added)

Bibliografická citace práce

PROCHÁZKA, J. *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 143 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 26. května 2017

.....

podpis studenta

Poděkování

Rád bych poděkoval vedoucímu mé diplomové práce Ing. Michalu Karasovi, Ph.D. za vedení a podporu, kterou mi při psaní práce poskytl, stejně jako za podněty, rady a zpětnou vazbu. Dále bych chtěl poděkovat paní Bc. Karolíně Charouskové Třeškové, spolumajitelce společnosti TSS, spol. s r. o., za její vstřícnost a spolupráci.

Závěrem bych rád poděkoval své manželce Petře za trpělivost a podporu, kterou mi prokazovala po dobu realizování této práce, stejně jako i všem ostatním, co mě při práci podporovali.

Obsah

Úvod.....	11
Cíle a metody zpracování práce.....	13
1 Teoretická východiska pro oceňování podniku	15
1.1 Podnik – definice	15
1.2 Hodnota podniku.....	16
1.3 Hladiny hodnoty podniku.....	17
1.4 Kategorie hodnoty podniku	18
1.4.1 Tržní hodnota (Market Value)	18
1.4.2 Subjektivní (investiční) hodnota (Investment Value).....	19
1.4.3 Objektivizovaná hodnota	19
1.4.4 Hodnota podle Kolínské školy	20
1.4.5 Srovnání přístupů.....	21
1.5 Používané předpisy oceňování.....	22
1.6 Účel oceňování podniku.....	22
1.7 Obecný postup při oceňování podniku	23
1.7.1 Sběr vstupních dat	25
1.7.2 Strategická analýza	26
1.7.3 Finanční analýza.....	31
1.7.4 SWOT analýza	43
1.7.5 Výpočet hodnoty podniku	43
2 Oceňovaný podnik – TSS spol. s r. o.	46
2.1 Vlastnická struktura	46
2.2 Výroba a produkce	47
2.2.1 Slévárna.....	47
2.2.2 Strojárna.....	48
2.2.3 Modelárna	48
2.3 Významní zákazníci	49
2.4 Získaná ocenění a certifikáty.....	49
3 Strategická analýza podniku	50
3.1 Analýza SLEPTE	50
3.1.1 Sociální, kulturní a demografické faktory.....	50
3.1.2 Legislativní faktory	52
3.1.3 Ekonomické faktory	54
3.1.4 Politické faktory	56
3.1.5 Technologické faktory.....	57

3.1.6	Ekologické faktory.....	58
3.2	Určení relativního trhu	59
3.3	Porterův model pěti hybných sil	61
3.3.1	Vliv konkurence	61
3.3.2	Vliv dodavatelů	61
3.3.3	Vliv odběratelů	62
3.3.4	Dostupnost substitutů.....	62
3.3.5	Bariéry vstupu na trh	63
3.4	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku	64
4	Finanční analýza.....	72
4.1	Analýza stavových ukazatelů.....	72
4.1.1	Analýza aktiv.....	73
4.1.2	Analýza pasiv	75
4.1.3	Analýza výkazu zisku a ztráty.....	77
4.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	80
4.2.1	Likvidita	81
4.2.2	Rentabilita	82
4.2.3	Zadluženost	83
4.2.4	Aktivita	84
4.3	Bankrotní a bonitní modely	87
4.3.1	Altmanův model (Z-Skóre)	87
4.3.2	Index IN05	88
4.3.3	Index bonity.....	88
4.3.4	Kralickýv Quick-test	89
4.4	Shrnutí finanční analýzy.....	90
5	SWOT analýza	91
5.1	Silné stránky	91
5.2	Slabé stránky	92
5.3	Příležitosti	92
5.4	Hrozby.....	92
6	Rozdělení majetku a modifikace hospodářských výsledků	93
6.1	Provozně nutný investovaný kapitál.....	94
6.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	95
7	Generátory hodnoty a předběžné ocenění	96
7.1	Prognóza tržeb	96
7.2	Zisková marže.....	100

7.3	Pracovní kapitál – investiční náročnost	101
7.4	Dlouhodobý majetek – investiční náročnost	103
7.5	Rentabilita provozně nutného kapitálu	106
7.6	Předběžné ocenění generátory hodnoty	107
8	Finanční plán.....	108
8.1	Plán výsledovky	108
8.2	Plán aktiv a pasiv	109
8.3	Plán peněžních toků	111
8.4	Shrnutí finančního plánu.....	113
9	Náklady kapitálu.....	114
9.1	Náklady cizího kapitálu	114
9.2	Náklady vlastního kapitálu	115
9.3	Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC).....	118
10	Výsledné ocenění podniku TSS spol. s r.o.....	119
10.1	Metoda DCF	119
10.1.1	1. fáze – Volné CF.....	120
10.1.2	2. fáze – pokračující hodnota	120
10.1.3	Výsledné ocenění vlastního kapitálu.....	122
10.2	Metoda EVA	122
10.2.1	1. fáze – současná hodnota	122
10.2.1	2. fáze – pokračující hodnota	123
10.2.2	Výsledné ocenění vlastního kapitálu podle EVA.....	123
11	Zhodnocení ocenění	125
	Závěr	126
	Seznam literatury.....	127
	Seznam použitých zkratk.....	130
	Seznam obrázků.....	133
	Seznam tabulek	134
	Seznam příloh.....	137
	Přílohy	138

Úvod

Tématem této diplomové práce je *Stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod*. Toto téma vyžaduje práci s mnoha daty, informacemi a údaji. Ze vstupních dat jsou zpracovány průběžné výpočty a teoretická východiska, která vedou ke konkrétním komplexním poznatkům o oceňovaném podniku. Zároveň je vyžadována přesnost a důslednost, jelikož z nepřesností či nespolehlivých informací vznikají odchylky, které mohou změnit výsledek celé práce. Problematika oceňování je v dnešní době velmi aktuální, protože rostoucí konkurence v období ekonomického růstu tvoří poptávku po informacích, které umožní oddělit kvalitní a zdravé podniky od těch méně kvalitních, u kterých lze očekávat problémy, až hospodářský cyklus přejde do fáze recese. Téma není z technického a vědomostního hlediska rozhodně jednoduché, avšak je velmi zajímavé, přínosné a kreativní.

Ocenění podniku je velkým přínosem i pro vlastníky, vzhledem k informační hodnotě zpětné vazby, kterou mohou příjemci těchto informací využít pro své rozhodování. Kromě vlastníků jsou potenciálními příjemci těchto informací i další subjekty zainteresované na činnosti podniku, jako například potenciální věřitelé, banky, obchodní partneři a veřejné instituce, které mohou výstupy ocenění použít pro formování svého pohledu na oceňovaný podnik, z čehož vyplývá jejich další rozhodování. Mohou tak být odhaleny nejen nedostatky podniku, ale také příležitosti a nebezpečí, na které by se měl podnik připravit.

Stanovení hodnoty podniku je časově a informačně velice náročným procesem. Oceňování je obecně považováno za jedno z nejkomplexnějších témat, které lze studovat. Situace každého podniku je totiž specifická a každý podnik je tím pádem unikátní a vyžaduje i individuální přístup. Ekonomika je navíc neustále v pohybu. Co v ekonomice platilo před několika lety, je již často bezpředmětné a hodnocení ekonomické situace proto vyžaduje vysoce flexibilní přístup.

V rámci této práce byl pro ocenění vybrán podnik TSS spol. s r.o. provozující slévarenskou a strojírenskou činnost. Snahou ocenění je dosáhnout kategorie objektivizované hodnoty, tedy hodnoty, na které by se shodlo co největší množství oceňovatelů vycházejících ze stejných vstupních informací. Výsledné ocenění nicméně nebude absolutní, obecný a objektivní výsledek, protože velkou roli v tomto ocenění hrají

i úvahy a názory samotného oceňovatele. Tyto názory i přes maximální snahu o objektivizaci mohou narazit na odlišné argumenty a názory jiného oceňovatele.

Cíle a metody zpracování práce

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem bude provedena finanční analýza za posledních 5 let, dále strategická analýza a sestavení finančního plánu, odhad diskontní sazby a nakonec provedení výsledné ocenění.

Podnikem oceňovaným v této práci je podnik TSS, spol. s r.o. – Třebechovická slévárna a strojírna, který se nachází v Třebechovicích pod Orebem. Tento konkrétní podnik byl vybrán díky svému významu v regionu, díky lokální dostupnosti pro autora práce – oceňovatele a pro své dosavadní hospodářské výsledky, které signalizují optimálnost výnosového ocenění tohoto podniku.

V teoretické části práce je rozebrán vývoj a současný stav problematiky oceňování podniku z teoretického hlediska. Bude představen historický vývoj této problematiky a metody oceňování, které se v současnosti používají a jejich porovnání především vzhledem k vhodnosti aplikace. Rovněž jsou v teoretické části představeny dílčí kroky a postupy přípravných kroků při oceňování podniku.

Prvním krokem praktické části je provedení strategické analýzy podniku, jejímž výsledkem je stanovení relevantního trhu a získání informací o trendech vývoje podniku v analyzovaném období. Výstupem strategické analýzy pak má být především stanovení relevantního trhu a předpověď vývoj tržního podílu podniku TSS na tomto trhu.

Dalším krokem je zpracování finanční analýzy, která poskytuje informace o vnitřním potenciálu podniku. Analyzované období bude v rozmezí let 2011-2015 a samotná analýza se skládá z horizontální a vertikální analýzy výkazů, analýzy poměrových ukazatelů a ohodnocení pomocí bankrotních a bonitních modelů.

Práce pokračuje analýzou silných a slabých stránek podniku a stanovení příležitostí a hrozeb plynoucích z okolí podniku formou analýzy SWOT na základě informací získaných ze strategické a finanční analýzy. Účelem této SWOT analýzy je získání lepší představy o vnitřním prostředí a vnějším okolí podniku.

Následovat bude prognóza tržeb podniku v blízké budoucnosti (roky 2016-2018). Prognóza vychází částečně z předchozích kroků analýzy podniku, nicméně také z analýzy vývoje celého odvětví v závislosti na prognózovaných makroekonomických veličinách. Zároveň s tržbami podniku budou v této části práce prognózovány i tzv. generátory hodnoty, které hrají klíčovou roli v dalším postupu. Z předpovězených generátorů pak v této části ocenění vychází první odhad současné hodnoty podniku.

Na předpověď tržeb a plán generátorů hodnoty navazuje sestavení finančního plánu pro bezprostřední tříleté období od data ocenění - roky 2016-2018. Takto sestavený finanční plán má formu rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash-flow. Na základě tohoto finančního plánu, v případě jeho proveditelnosti jsou sestaveny závěrečné výpočty.

Posledním krokem před finálním oceněním je stanovení průměrných nákladů na kapitál (WACC). Zatímco náklady na cizí kapitál vychází z finančního plánu, náklady vlastního kapitálu budou zjištěny pomocí metody CAPM. Správné určení hodnoty WACC je zásadní pro výsledek celkového ocenění.

Závěrem celého procesu je výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku (netto hodnota podniku) k datu ocenění. Výpočet hodnoty podniku metodami DCF – entity a EVA je úzce propojen s předchozími kroky, vychází přímo z finančního plánu a stanovených průměrných nákladů na kapitál. Z tohoto důvodu je potřeba tyto kroky zpětně kontrolovat a případně upřesňovat, aby výsledek ocenění nebyl zavádějící.

V závěru celé práce dojde ke kompletnímu vyhodnocení celého oceňovacího procesu. Výsledek ocenění bude dán do souvislosti s informacemi, které stály na počátku ocenění a rovněž s výsledky strategické a finanční analýzy.

Ke zpracování práce budou použity následující metody vybrané z přehledu metod, který uvádí profesorka Geršlová: [22, str. 25-26]

- *Analyticko-syntetická metoda* – spočívající v rozkladu celku na dílčí části a následné identifikaci nejvýznamnějších částí celku a určení vzájemné provázanosti a vlivu na celek.
- *Historická metoda* – je založena na sledování minulého vývoje analyzovaného objektu a hodnotí tak proces vývoje a vznikající a zanikající trendy od nejstaršího pozorovaného období po nejnovější. Jejím cílem je porozumět těmto trendům a stanovit jejich vliv na současnost a budoucnost celku.
- *Logicko-systematická metoda* – která spočívá v postupném skládání logicky kompatibilních faktů. K základním poznatkům se připojují nová fakta, znázornění a souvislosti, až se postupným zpracováváním dosáhne stanoveného cíle.

1 Teoretická východiska pro oceňování podniku

V této kapitole bude představena základní problematika oceňování podniku od základních pojmů významných pro tuto práci přes účel a význam provádění oceňování až po představení používaných metod oceňování.

1.1 Podnik – definice

Pojem „podnik“ není v dostupné literatuře jednoznačně definován. Pokud jde o zákonnou úpravu, existuje definice podniku v §5 Zákona č.513/1991 Sb., obchodní zákoník: *„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“* [23]

Tato zákonná norma však byla nahrazena k 1.1. 2014 zákonem č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. Zde se místo pojmu podnik vymezuje obecnější pojem obchodní korporace. [24]

Problematicke podnikání se věnuje rovněž nový Zákon č 89/2012 Sb., občanský zákoník. Místo pojmu podnik se zde uvádí pojem obchodní závod, definovaný v §502: *„Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“* [25]

Pro účely ocenění podniku se jeví jako nejvhodnější definice z obchodního zákoníku. Zohledňuje totiž fakt, že podnik je nutné chápat jako funkční celek, nikoliv jen jako právní subjekt. Je nutné na něj pohlížet jako na komplexní funkční jednotku zahrnující nejen majetkové položky, ale i závazky, a vzít v úvahu i synergický efekt všech těchto položek. Dále nelze opomenout hlavní funkci podniku, kterou je generování zisku soustavnou činností podnikatele. [1, str. 15-16]

1.2 Hodnota podniku

Samotná definice pojmu „Hodnota podniku“ je jednoznačně problematickou záležitostí, protože existuje celá řada faktorů, včetně subjektivního hlediska oceňovatele, které ji ovlivňují. Proto se hodnota podniku nedá pokládat za obecně objektivní ukazatel. Vzhledem k tomu, že hlavní faktory, které hodnotu determinují, se liší podnik od podniku, tak i způsob a výsledek výpočtu hodnoty bude u každého podniku jiný. Dokonce i v rámci jednoho podniku je možné dosáhnout různých hodnot s ohledem na použitou metodu ocenění či subjektivní pojetí nákladů vlastního kapitálu. Tyto prvky jsou určeny účelem ocenění a subjektem, jehož hledisko oceňovatel sleduje.

Hlavním důvodem neobjektivnosti hodnoty podniku je její kritická závislost na předpovědi budoucího vývoje podniku. Pokud například existuje předpoklad, že podnik bude mít neomezené trvání, pak hodnota takového podniku vychází ze současné hodnoty budoucích výnosů. Důsledkem subjektivnosti hodnoty je nemožnost sestavit jednoznačný algoritmus umožňující její výpočet pro jakýkoli podnik.

Ekonomický pohled určuje hodnotu jako vztah mezi subjektem a objektem s předpokladem racionálního chování. Pokud má statek (v tomto případě podnik) užitnou hodnotu (schopnost uspokojovat lidské potřeby) a směnnou hodnotu (existuje omezeně a může být tedy předmětem směny), je možné hodnotu podniku chápat jako současný a budoucí užitek vyjádřený v penězích. Nicméně existuje i užitek, který podnik přináší, ale který nejde, vzhledem k jeho subjektivnosti vyjádřit v penězích (např.: vliv, společenské postavení, synergie s jinou podnikatelskou činností, atd.). Takové užitky jsou poté jedny z faktorů, které mohou způsobit rozdíly mezi hodnotou podniku a kupní cenou, na které se prodávající a kupující nakonec dohodnou.

Hodnotu podniku je tedy možné charakterizovat jako očekávané budoucí příjmy diskontované na svou současnou hodnotu. Takto stanovená hodnota může být odlišná na úrovni vlastníků a na úrovni všech investorů vzhledem k rozdílným nákladům na kapitál. Již bylo řečeno, že dlouhodobý budoucí vývoj nelze objektivně předpovědět. Proto věrohodnost určené hodnoty podniku přímo závisí na věrohodnosti prognózy budoucího vývoje, ze které hodnota vychází. [1, str.: 20-21]

1.3 Hladiny hodnoty podniku

Podnik je možno oceňovat buď v hladině brutto, nebo v hladině netto. Stručně řečeno se v brutto hladině jedná o ocenění podniku jako celku s tím, že zahrnuje hodnotu pro vlastníky i věřitele. Jedná se tedy o hodnotu celé podnikatelské jednotky. V netto hladině se jedná o ocenění na úrovni vlastníků podniku. Dá se říct, že se jedná o ocenění vlastního kapitálu firmy.

Česká legislativa definuje brutto hodnotu jako tzv. obchodní majetek (Zákon č.513/1991 Sb., obchodní zákoník, §6 odst.1): „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva) a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“ [23] Obchodní zákoník dále definuje tzv. obchodní jmění jako soubor obchodního majetku podniku a jeho závazků.

Netto hodnota podniku je popsána v §6 odst. 3 a 4 obchodního zákoníku popsána pojmy čistý obchodní majetek a vlastní kapitál následovně: „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou. Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv*“ [23]

Ze samotných definic nemusí být zřejmý rozdíl mezi čistým obchodním majetkem a vlastním kapitálem. Zdá se, že popisují totéž, pouze jednou z pohledu aktiv a podruhé z pohledu pasiv. Čistý obchodní majetek se nicméně od vlastního kapitálu odlišuje zejména:

- ve způsobu oceňování: vlastní kapitál je postaven na oceňování podle účetních pravidel, zatímco čistý obchodní majetek by měl být postaven na ocenění odpovídající ekonomické realitě
- v položkách zahrnovaných do ocenění

Současně platná legislativa nicméně již tyto pojmy neobsahuje, proto je vhodné uvést ještě definici majetku a jmění z nového občanského zákoníku v §495: „*Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jméno osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejích dluhů.*“ [26]

1.4 Kategorie hodnoty podniku

Pokud jde o hodnotu podniku, můžeme rozlišit několik základních přístupů k jejímu určení:

1. Tržní hodnota
2. Subjektivní (investiční) hodnota
3. Objektivizovaná hodnota
4. Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Odlišnost těchto přístupů spočívá v tom, že každý z nich se snaží odpovědět na jinou otázku. Tyto otázky mohou znít například takto: Kolik zaplatí průměrný kupující za tento podnik? Jakou hodnotu má podnik pro tohoto investora? Jaká hodnota může být považována za nespornou? Jak rozsoudit spor ohledně prodejní ceny podniku? Kolik bychom mohli za podnik obdržet na trhu? Různé kategorie hodnoty se snaží tyto otázky zodpovědět. Následovat bude bližší přiblížení jednotlivých kategorií hodnoty. [1]

1.4.1 Tržní hodnota (Market Value)

Stanovování tržní hodnoty podniku je vedeno snahou odpovědět na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu. Tento přístup je založen na předpokladu, že existuje trh s podniky nebo s podíly na vlastním kapitálu podniků, na kterém je větší množství kupujících a prodávajících, čímž vznikají podmínky pro vznik tržní ceny. Tržní hodnota podniku je tedy potenciální tržní cenou na takovémto trhu, je tedy dána spíše použitelností aktiv na trhu než jejich samotným stavem. Mařík uvádí definici tržní hodnoty obsaženou v Mezinárodních oceňovacích standardech (International Valuation Standards – IVS): „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“ [1, str. 22]

Obdobně je tržní hodnota definována zákonem o účetnictví v §27 odst. 5: „*Tržní hodnotou se rozumí hodnota, která je vyhlášena na evropském regulovaném trhu nebo na zahraničním trhu obdobném regulovanému trhu.*“ [26]

Obě zmíněné definice se shodují na tom, že tržní hodnota determinuje směnu mezi informovanými a rozumnými subjekty, které reprezentují své zájmy a uspokojují své potřeby na volném trhu.

1.4.2 Subjektivní (investiční) hodnota (Investment Value)

Subjektivní hodnota podniku je způsob ocenění odpovídající na otázku: „Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího?“ Z otázky je zřejmé, že tento přístup k oceňování dává velkou váhu subjektivnímu stanovisku účastníka transakce. Mařík uvádí do českého jazyka přeloženou definici z IVS: *„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“* [1, str. 26]

Z uvedené definice vyplývá, že pro konkrétního investora může být investiční hodnota vyšší, nižší nebo také stejná jako hodnota tržní. Každý investor má odlišné portfolio, schopnosti a očekávání od oceňovaného podniku a stejně tak jiný postoj k riziku. Za subjektivní hodnotu lze považovat i ocenění zhotovené samotným podnikem či externím oceňovatelem za předpokladu, že se při oceňování vychází z podkladů zpracovaných samotným podnikem. Díky tomu velké množství oceňovacích posudků, které si kladou za cíl nalézt tržní hodnotu podniku, dospěje v oceňovacím procesu kvůli nedodržení dostatečného odstupu nebo nedostatečném ověření přiměřenosti předpovězených budoucích výsledků k hodnotě subjektivní.

Hlavním využitím subjektivní hodnoty je stanovit vyjednávací mantinely při vyjednávání o transakci. Jak prodávající, tak kupující mohou mít podnik oceněný vlastní subjektivní hodnotou s tím, že při férové transakci by výsledná hodnota měla být jakýmsi kompromisem mezi těmito hodnotami.[1, str. 26-27]

1.4.3 Objektivizovaná hodnota

Pro tento přístup stanovení hodnoty uvádí Mařík jako klíčovou tuto otázku: *„Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?“* [1, str. 28] Samotná otázka není tak jednoznačná jako u předchozích přístupů. Hlavním cílem je v tomto případě stanovení co nejméně zkreslené hodnoty tak, aby ji jiné oceňovací subjekty vycházející ze stejných informací mohly nezávisle ověřit. Proto jsou tuto hodnotu zpravidla schopni stanovit jen

kvalifikovaní odhadci. Mařík rovněž uvádí definici tohoto přístupu podle IDW Standart S1 2007: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ [1, str. 27] Tato rétorika činí z objektivizované hodnoty téměř dokonalý protiklad hodnoty subjektivní. Stále se ale nejedná o objektivní hodnotu, o které již bylo výše řečeno, že jí není možné dosáhnout. Aby byl výsledek ocenění co nejreprodukovatelnější, je potřeba při stanovování hodnoty dodržovat několik zásad. Podle nich se například při oceňování vždy využívá hledisko vlastníka (akcionáře), uvažuje se pokračování činnosti podniku v nezměněném podnikovém konceptu k datu ocenění, daňové zatížení se přizpůsobuje konkrétnímu podniku a volba metody ocenění musí být jasná a nezpochybnitelná.

Základním principem při určení objektivizované hodnoty je tedy využití všech dostupných informací k datu ocenění. Zároveň oceňovatel nesmí zapomenout na hlavní cíl ocenění, tj. stanovení reprodukovatelné hodnoty. Objektivizovaná hodnota totiž na rozdíl od tržní či subjektivní hodnoty nemá snahu odhadovat skutečnou prodejní cenu oceňovaného podniku. [1, str. 27-30]

1.4.4 Hodnota podle Kolínské školy

Kolínská škola reaguje na skutečnost, že je problém snažit se nalézt tržní hodnotu v Evropě, kde má trh s podniky problémy s nedostatečným rozsahem a transparentností. Kolínská škola proto zaujímá postoj, kdy je optimálním východiskem stanovení subjektivní hodnoty podniku pro konkrétního kupujícího a subjektivní hodnoty pro konkrétního prodávajícího. Výsledná podoba ocenění by pak neměla být závislá na podnětech od zúčastněných subjektů, ale měla by sledovat jednu z následujících obecných funkcí ocenění:

- Funkce poradenská
- Funkce argumentační
- Funkce rozhodčí
- Funkce komunikační
- Funkce daňová

Funkce poradenská, argumentační a rozhodčí souvisí přímo s konkrétními transakcemi resp. s prodejem podniku s prodávajícím subjektem na jedné straně a s kupujícím subjektem na straně druhé. Poradenská funkce využívá subjektivní hodnotu prodávajícího i kupujícího, aby stanovila „vyjednávací mantinely“ tj. nejnižší cenu, za kterou prodávající může prodat, aniž by tratil, a nejvyšší cenu, kterou je kupující schopen zaplatit, aniž by prodělal. Argumentační funkce stanoví optimální subjektivní hodnotu pro každou stranu s argumenty, proč právě takovou cenu má vyžadovat. Rozhodčí funkce spočívá ve vyřešení situace, kdy má každá strana představu o ceně a nemohou se dohodnout na kompromisu. Cílem je pak stanovit kompromis s ohledem na vyjednávací mantinely a vzájemné pozice vyjednávajících subjektů (z hlediska vyjednávací síly). [1, str. 30-32]

1.4.5 Srovnání přístupů

Každý z uvedených přístupů má jiné optimální využití a je proto důležité si uvědomit, který přístup kdy využít. V některých případech je možné využít více různých přístupů a v takové situaci je volba na oceňovateli, které využije. Oceňovatel musí brát na zřetel především účel ocenění vycházející z přání zadavatele.

Tržní a objektivizovaná hodnota jsou vhodné v situacích, kdy hodnota podniku nemá být závislá na konkrétním subjektu. Tržní hodnota vyjadřuje průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti. Z toho vyplývá, že tuto hodnotu oceňovatel zvolí v případě uvádění podniku na burzu, nebo při úvahách o prodeji podniku, kdy prodávající nezná kupujícího. Tržní hodnota pomůže s odhadem, kolik se prodejem podniku podaří získat, případně se stává východiskem pro stanovením ceny emitovaných akcií. Naproti tomu objektivizovaná hodnota je založená na nesporných faktech s důrazem na současný stav. Využití tohoto ocenění je vhodné například v případě, že podnik chce žádat o úvěr nebo zjišťuje současnou reálnou bonitu podniku.

Subjektivní (investiční) hodnotu zvolí oceňovatel v případě, kdy stanovuje hodnotu podniku pro konkrétní subjekt (subjekty). Hodnota podniku je pak založena na očekávané budoucnosti s přihlédnutím k očekávání daného subjektu. Toto ocenění je možné využít zejména při rozhodování o koupi nebo prodeji podniku, nebo když se zadavatel potřebuje rozhodnout, zda problémový podnik sanovat či zlikvidovat.

Využití hodnoty podle Kolínské školy přímo závisí na zvolené funkci ocenění, jak bylo již popsáno výše. [1, str. 34,35]

1.5 Používané předpisy oceňování

Existuje celá řada norem, které ovlivňují problematiku oceňování, ale jen málo z nich je zakotveno v české legislativě. Česká republika jako taková nedisponuje v současné době konkrétní právní úpravou postupu při oceňování podniků. Existují však předpisy, které se na problematiku oceňování částečně vztahují. Tyto normy však neupravují oceňování obecně, pouze stanoví zákonný postup v konkrétních situacích. Úpravy jsou obsažené v následujících předpisech: [32]

- a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR
- b) Metodický pokyn České národní banky

Některé státy jsou na tom lépe než Česká republika a disponují vlastními kompletními oceňovacími standardy. Příkladem těchto právních úprav jsou:

- a) Americké oceňovací standardy US PAP
- b) Německý standard IDW S 1

Další a zároveň mnohem obsáhlejší skupinou předpisů disponuje mezinárodní a evropská úprava oceňovacích standardů:

- a) Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards) vydávány výborem pro Mezinárodní oceňovací standardy (IVSC)
- b) Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards) vydávány skupinou odhadcovských asociací (TEGoVA)

1.6 Účel oceňování podniku

Počátky oceňování pochází z dob, kdy vznikla potřeba hodnocení obligací. Původní účel tohoto hodnocení je oddělení kvalitní obligací od těch méně kvalitních, což by umožnilo subjektu emitujícímu dobře hodnocené obligace dosáhnout nižších úroků emise.

Postupem času se rating začal formovat k fungování jako jeden z nejobjektivnějších prostředků pro hodnocení investic. V této souvislosti se rating reálným ohodnocením rizikovosti daných emisí, a to bez vysokých nákladů a časové náročnosti.

Ve své současné podobě je rating implementován i do veřejné sféry, konkrétněji poskytuje státu a veřejnosti poměrně široké a detailní informace o podnikatelských

subjektech nebo hodnotí emise cenných papírů. Z této formy ratingu vychází i potřeba informací o hodnotě podniku a o vlastnostech podnikatelských subjektů, které tuto hodnotu ovlivňují. Externí analýzy podniků vzešlé z této poptávky, shrnující nejdůležitější charakteristiky ovlivňující hodnotu podniku, poskytnou důležité informace jak vlastníkům, tak i vedoucím pracovníkům.

Zaměřením se na současnou problematiku oceňování podniku vynikne hlavní současný důvod ocenění spočívající v užitku příjemce informací. Ocenění je služba, kterou si zákazník objedná a užitek získaný z takového ocenění závisí na potřebách a cílech tohoto zákazníka.

Podnětů k ocenění podniku pak může být celá řada: akvizice podniku, prodej či koupě podniku, vstup podniku na kapitálový trh, fúze s jiným podnikem, atd.

Právě účely vedoucí objednatelé ke zpracování ratingového hodnocení – ocenění podniku mohou být jedním z hledisek rozlišování různých způsobů ocenění. Oceňování podniku lze například rozdělit do dvou skupin podle účelu ocenění v závislosti na tom, jestli má dojít ke změně vlastnických práv podniku nebo ne. Příklad ocenění, které většinou souvisí se změnou vlastnických práv, může být ocenění u příležitosti nabídky převzetí společnosti či ocenění podniku v souvislosti s veřejným návrhem na koupi. Oceňování má ale svůj význam i v situacích, kdy ke změně vlastnických práv nedochází, například když se jen mění právní forma oceňovaného podniku, dochází k zastavení obchodního podílu věřiteli, v souvislosti s poskytováním úvěrů nebo se sanací podniku. [1;5;18]

1.7 Obecný postup při oceňování podniku

Následující kapitola popisuje obecný postup při oceňování podniku. V rámci teoretické části této práce bude představen co nejuniverzálnější postup, který je možné v praktické části mírně modifikovat dle potřeb konkrétního podniku tak, aby došlo k optimálnímu ocenění. Postup ocenění bude upravován v reakci na konkrétní podmínky, které jsou kladeny zadavatelem včetně požadavků a podnětů k úpravě ocenění. Je nezbytné brát již od počátku v úvahu, jaký je účel ocenění a jakou kategorii hodnoty chce zadavatel resp. oceňovatel získat.

Následuje v bodech vyjádřený doporučený postup oceňování tak, jak ho uvádí prof. Mařík [1, str. 53]:

1. Sběr vstupních dat

2. Analýza získaných dat

- i. Strategická analýza
- ii. Finanční analýza pro zjištění celkového finančního zdraví podniku
- iii. Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a provozně nenutná
- iv. Analýza a prognóza generátorů hodnoty
- v. Orientační ocenění na základě výše zmíněných generátorů hodnoty

3. Sestavení finančního plánu

4. Samotné ocenění

- i. Volba vhodné metody
- ii. Ocenění podle zvolených metod
- iii. Souhrnné ocenění

Tento obecný postup by měl být použitý pro jakékoli oceňování, nicméně to, jak bude ocenění skutečně vypadat, záleží v rozhodující míře právě na tom, jaká metoda ocenění bude zvolena.

Každé ocenění musí vycházet z odpovídajícího množství dat, ze kterých bude vždy zpracována strategická a finanční analýza. Tyto analýzy poskytnou oceňovateli informace o tom, jakou budoucí perspektivu má oceňovaný podnik stejně jako perspektivu odvětví, ve kterém podnik vykonává svou ekonomickou činnost. Metoda, kterou oceňovatel zvolí, by potom měla vycházet ze závěrů těchto analýz, ale také z účelu ocenění, přání zadavatele a v neposlední řadě také z množství a kvality informací, které má oceňovatel k dispozici. Pokud by například finanční analýza odhalila, že je podnik ohrožen bankrotem, tak by nemělo smysl uvažovat o tom, že by podnik měl neomezené trvání a oceňovat ho výnosovými metodami. Místo toho by oceňovatel pravděpodobně stanovili likvidační hodnotu podniku pomocí majetkových metod.

Vzhledem k tomu, že cílem této práce je ocenit vlastní kapitál podniku pomocí výnosových metod ocenění, bude v následujících podkapitolách podrobněji rozepsán postup důležitých kroků při zpracovávání tohoto způsobu ocenění. [1]

1.7.1 Sběr vstupních dat

Sběr vstupních dat je prvním krokem každého ocenění. V tomto kroku oceňovatel získá informace, které mu jsou poskytnuty jak interními, tak i externími zdroji a které bude potřebovat pro další kroky oceňování.

Interní data získává oceňovatel ze samotného podniku, přičemž je nutné, aby informace byly v dostatečné kvalitě a v odpovídajícím množství. Běžně používaným zdrojem těchto informací bývá úplný výpis z obchodního rejstříku, obsahující zpravidla majetkovou strukturu společnosti, předmět podnikání, stanovy společnosti, společenské smlouvy, výroční zprávy, popřípadě i metodiku zpracování účtového rozvrhu a další. Součástí těchto údajů by měla být i ekonomická data obsažená v účetních závěrkách, skládajících se z výkazu zisku a ztráty, rozvahy a přílohy (popřípadě dalších nepovinných částí) ideálně za 5 (nebo více) let zpětně, podnikem zpracované plány do budoucna, zprávy vypracované auditory, atd.

Další část informací závisí na správném vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku. V tomto případě jde především o určení segmentů trhu a faktorů, které ovlivňují velikost tohoto trhu, potenciální vývoj, bariéry vstupu a další prvky určující atraktivitu odvětví.

Oceňovatel musí mít přehled o konkurentech podniku především v oblasti hlavní ekonomické činnosti. Potřebuje také mít informace o obchodních partnerech (dodavatelích a odběratelích), o dostupných substitutech výrobků daného podniku, o bariérách, které brání vstupu nových podniků na trh, což všechno jsou faktory přímo ovlivňující zkoumaný podnik.

Pro oceňovatele je rovněž nutné mít k dispozici informace o logistice, dodávkách, struktuře zásob, charakteru výroby, využití výrobního potenciálu podniku, řízení kvality, struktuře zaměstnanců včetně požadavků kladených na nové zaměstnance, fluktuaci zaměstnanců, produktivitě zaměstnanců, mzdových nákladech, investičních zvyklostech podniku, struktuře provozního majetku a zdrojů financování, apod. Ne všechny vyjmenované prvky jsou vždy nezbytnou součástí ocenění, ale každý z nich poskytne kousek pomyslné skládky obrazu, který si oceňovatel o firmě vytvoří. Nelze striktně říct, které faktory jsou obecně nezbytné a které je naopak možné opomíjet vzhledem k tomu, že jejich podoba i způsob využití je vždy závislý především na potřebách a účelu oceňování, a také na aktuální situaci, ve které se podnik nachází. Někdy je navíc oceňovatel v situaci, kdy je při sběru informací limitován tím, kolik a jaké informace je

schopen o podniku získat při současné garanci jejich kvality a spolehlivosti. [1, str. 54-56]

1.7.2 Strategická analýza

Druhým krokem po nashromáždění dostatečného množství vstupních dat je provedení tzv. strategické analýzy. Mnoho odborníků považuje strategickou analýzu za esenciální součást celého ocenění a i mimo oceňovací proces může najít využití pro management firmy či potenciální investory. Nicméně management tuzemských firem má tendence provádění této analýzy opomíjet, což může mít pro dotčené podniky nepříjemné následky.

Hlavním účelem této části ocenění je určit výnosový potenciál podniku, který je závislý právě na zkoumaných vnějších i vnitřních faktorech. O závěry strategické analýzy se pak opírá výsledné ocenění podniku.

Obvykle se strategická analýza skládá z těchto tří základních částí:

- Analýza vnějšího potenciálu (analýza konkrétního trhu s riziky a příležitostmi),
- Analýza vnitřního potenciálu podniku včetně konkurence,
- Prognóza tržeb podniku na základě předchozích dvou bodů.

Strategická analýza má jeden problém, který právě způsobuje, že se jí málo využívá. Analýza často využívá slovní hodnocení, které jednak působí subjektivně z pohledu oceňovatele a jednak je obtížně kompatibilní se zbytkem ocenění. Z tohoto důvodu je při zpracování této části ocenění dobré využít vhodných manažerských metod a jejich interpretaci využít pro závěry strategické analýzy. Metody a kroky, které budou využity pro strategickou analýzu v této práci, jsou následující:

- SLEPTE analýza
- Určení relevantního trhu
- Porterův model 5 hybných sil
- Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku

1.7.2.1 SLEPTE analýza

SLEPTE analýza patří k nástrojům strategického řízení podniků. Jejím hlavním účelem je hodnocení externích podmínek podniku z makroekonomického pohledu.

Název analýzy je zkratkou pro analýzu politických, ekonomických, ekologických, sociálních, legislativních a technologických faktorů. Na počátku této analýzy byla tzv. PEST analýza, která nezahrnovala legislativní a ekologické faktory. Podniky si SLEPTE analýzu zpracovávají zpravidla tehdy, když se rozhodují nad svým dlouhodobým strategickým záměrem.

SLEPTE je zkratkou šesti faktorů, které tato analýza studuje, a to:

- Sociálních, kulturních a demografických faktorů,
- Legislativních faktorů,
- Ekonomických faktorů,
- Politických faktorů,
- Technologických faktorů,
- Ekologických faktorů.

Mezi **sociální, kulturní a demografické faktory** patří demografický vývoj populace, tradice, zvyklosti, chování, kultura, velikost a stáří populace, vzdělanost populace a mentalita obyvatel (smýšlení, běžné předsudky, převažující názory, atd.). Tyto faktory mají vliv na poptávku po zboží, výrobcích a službách analyzovaného podniku. Stejně tak tyto faktory ovlivňují možnosti získání nových zaměstnanců na území daného státu.

Politickými faktory se rozumí především aktuální politická situace, která nicméně přímo ovlivňuje i **legislativní faktory**. Další významný vliv na podniky má legislativa Evropské unie, již je Česká republika členem, protože směrnice, které unie schválí, musí být Českou republikou implementovány do legislativy a tím pádem musí být respektovány při podnikové činnosti. Všeobecná politická situace v republice má vliv především na budoucí legislativu a může být poměrně dynamická. Právní předpisy mají přímý vliv na podnik jako takový a kromě toho, jak jsou v současnou chvíli pro podnik příznivé nebo restriktivní, se při analýze zkoumá i to, jaká je pravděpodobnost jejich změny.

Další skupinou faktorů jsou **ekonomické faktory**, které vychází z ekonomické situace země i samotného podniku. Ekonomickou situaci země je optimální hodnotit pomocí hlavních makroekonomických ukazatelů, zatímco ekonomickou situaci samotného podniku nejlépe zhodnotí komplexní finanční analýza, které se v této práci věnuje samostatná kapitola. Jedním z hlavních makroekonomických ukazatelů pro

hodnocení ekonomické situace v České republice je hrubý domácí produkt (dále HDP). V následující části jsou přiblíženy kromě HDP i další makroekonomické ukazatele často využívané k hodnocení situace dané země.

Hrubý domácí produkt:

HDP se definuje jako celkový objem produkce veškeré výroby a služeb vyprodukované v dané ekonomice za dané období na daném území. HDP je tak často označován jako představitel výkonu celé ekonomiky ve státě. Kromě HDP se ještě v některých zemích využívá ukazatel Hrubý národní produkt, který představuje celkový objem produkce příslušníků daného národa, ať už se nacházejí kdekoli na světě.

Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou ekvivalentem ceny za kapitál v dané zemi. Úrokových sazeb je celá řada, nicméně za zásadní jsou považovány především dvoutýdenní repo sazba, diskontní míra a lombardní sazba. Tyto sazby jsou základními nástroji měnové politiky ČNB. Změny těchto základních sazeb se následně promítají do úrokových sazeb na trhu, což ovlivňuje i další faktory, jako jsou například ceny za zboží a služby, úspory, spotřebu apod.

Míra inflace

Míra inflace je ukazatelem snižování kupní síly peněz. Jednoduše ji můžeme chápat jako vyjádření, o kolik méně si za stejné množství peněz koupíme výrobků a služeb. S růstem inflace je přirozeně spojeno i zvyšování cen, což nepříznivě působí na podnikatelskou činnost společností. Ovlivňuje to jak vstupy do podniku (materiál, suroviny, energie apod. jsou dražší), tak i výstupy, tedy kupní sílu koncových spotřebitelů (zboží je dražší, mohou si dovolit koupit méně). Protikladným efektem inflace je tzv. deflace, což je posilování hodnoty peněz. Přestože je inflace vnímána jako negativní efekt (především u koncových spotřebitelů), tak v ekonomice může mít i pozitivní dopad, pokud je potřeba, aby lidé utráceli peníze a nespořili.

Zaměstnanost:

Tento faktor je mezi makroekonomickými ukazateli zastoupen ukazatelem míra nezaměstnanosti. Tento ukazatel představuje poměrné množství ekonomicky aktivních obyvatel, kteří nemají zaměstnání ani neprovádějí samostatně výdělečnou činnost. Pro podnik má význam především tehdy, pokud podnik potřebuje získat zaměstnance na sezonní práce, nebo pokud potřebuje nabírat zaměstnance v souvislosti s rozšiřováním provozu.

Technologické faktory jsou spojeny s inovacemi. V současné době, která přináší rychlé změny v technologiích, bývá nezbytné, aby podnik, který chce zůstat dlouhodobě konkurenceschopný, tyto změny a inovace využíval pro zkvalitnění a zefektivnění své ekonomické činnosti. Použité technologie rovněž vypovídají o povaze výrobního procesu, například zda podnik využívá jednoúčelových nebo víceúčelových strojů a zařízení. Kromě zvýšení atraktivnosti výrobků a služeb pro odběratele jsou inovace a nové technologie zaměřeny také na ušetření času a nákladů na výrobu a prodej. Mezi běžné příklady patří investování do nových strojů (výrobních linek), které dokáží nahradit více lidí. Tím se v dlouhodobém horizontu ušetří za mzdové náklady, které jsou obzvlášť v České republice velmi vysoké, a zároveň se sníží riziko, že by byla ohrožena výroba, kdyby došlo k fluktuaci pracovních sil. Nezanedbatelný význam mají technologie v rámci konkurenceschopnosti podniku na trhu. Pokud podnik vyvine ve všech směrech lepší produkt, než má konkurence, získá na trhu převahu až do doby, než konkurent sám přijde se srovnatelně vyspělým nebo pokročilejším produktem. [14]

Ekologické faktory jsou nejnovějším prvkem této analýzy. Jejich význam v současné době, kdy je na životní prostředí jako takové kladen velký důraz, pochopitelně stoupá. Běžné chování podnikatelských subjektů, vedené filozofií maximalizace zisku, však na ochranu životního prostředí nemyslí. Některé podniky díky osvícenému přístupu svých majitelů dobrovolně přijímají společenskou odpovědnost podniku jako závazek a při svém rozhodování vždy berou v úvahu i dopady činnosti podniku na životní prostředí, nicméně existují i podniky, které se chovají nezodpovědně, myslí jen na vlastní zisk a často se tak pohybují na hraně zákona. Existuje proto mnoho nařízení, zákonů a směrnic chránících životní prostředí, které musí podnikatelské subjekty při své činnosti dodržovat. V různých zemích však má ochrana životního prostředí rozdílnou úroveň důležitosti v závislosti na postoji místních vlád.

1.7.2.2 Určení relevantního trhu podniku

Hlavním úkolem této analýzy je určit odvětví, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Díky srovnání podniku s daným odvětvím je možné získat důležité informace o konkurenceschopnosti daného podniku a umožní předpovědět budoucí vývoj.

Relevantní trh je potřeba stanovit z hlediska věcného, územního, konkurentů, zákazníků apod. Nicméně vzhledem k tomu, že je potřeba o relevantním trhu získat dostatečné informace, je nezbytné pro účely této práce tento trh identifikovat jako jedno z odvětví podle klasifikace NACE, aby bylo možné využít informace o tomto odvětví

obsažené ve finanční analýze podnikové sféry, kterou každoročně zpracovává ministerstvo průmyslu a obchodu. Díky zmíněnému vymezení bude možné posoudit následnou atraktivitu podniku do budoucna stanovit prognózu vývoje tržeb podniku, která je stěžejní pro oceňování pomocí výnosových metod.

1.7.2.3 *Porterův model pěti hybných sil*

Tato analýza zkoumá blízké okolí podniku. Konkrétně jednotlivě analyzuje 5 základních směrů, které ovlivňují fungování a tím pádem i rozhodování podniku. Těmito směry jsou:

- **konkurence,**
- **dodavatelé,**
- **odběratelé,**
- **substituty,**
- **bariéry vstupu**

Jak již bylo řečeno, Porterova analýza se provádí zkoumáním vlivu výše zmíněných skupin na provoz podniku. V oblasti konkurentů se zkoumá těsnost konkurenčního boje a porovnávají se výhody podniku oproti konkurenci. U dodavatelů a odběratelů se zkoumá závislost firmy na svých obchodních partnerech. Co se substitutů týče, je třeba zjistit, jak snadno jde produkt podniku nahradit jiným produktem, který má původně jiný účel. Analýza bariér vstupu do odvětví má potom za cíl porovnat objem investice potřebné k uvedení nového podniku na trh v analyzovaném odvětví a očekávané zisky z tohoto podniku. Výstupem této analýzy je komplexní zhodnocení pozice a suverénnosti podniku v rámci jeho relevantního trhu.

1.7.2.4 *Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly*

Tato analýza je rovněž klíčovým prvkem strategické analýzy, který oceňovatel využije zejména pro posouzení perspektivnosti podniku, odhad budoucího vývoje tržního podílu nebo přidělení případné prémie k diskontní míře z důvodu zvýšeného rizika. Hlavním faktorem, který determinuje budoucnost a tím i hodnotu podniku, je konkurenční síla podniku. Tato vlastnost se odráží na schopnosti podniku udržet nebo zvyšovat tržní podíl. Základní metodou pro určení konkurenční síly podniku je fundamentální analýza dílčích přímých a nepřímých faktorů, které vývoj tržního podílu podniku ovlivňují. To, které faktory při analýze použít, není obecně stanoveno a výběr

záleží především na oceňovateli, který by měl při svém výběru vycházet z konkrétní situace v podniku. [19]

Mezi přímé faktory patří kvalita a technická úroveň výrobků, cena, dostupnost, distribuce, servis, reklama a celkový image podniku. Mezi nepřímé faktory se pak řadí kvalita managementu, kvalita personálu, inovační síla a investiční politika. Přímé faktory se při analýze konkurenční síly analyzují pomocí přímého porovnání s konkurencí. Pro nepřímé faktory je potřeba využít hodnotících formulářů, které doporučuje prof. Mařík. Tyto formuláře oceňovatel vyplňuje s ohledem na pozorování podniku jak zvenčí (webové stránky, reference), tak i zevnitř.

Výsledkem této analýzy je procentuálně vyjádřená úspěšnost firmy ve vztahu ke konkurenci. Pokud firma dosáhne hodnocení 40-60 procent, tak se nachází přibližně na úrovni svých konkurentů a tím pádem udrží svůj tržní podíl. Bude-li hodnocení nižší než 40%, dá se očekávat, že firma bude svůj tržní podíl ztrácet, a pokud bude vyšší než 60%, dá se naopak očekávat posilování tržního podílu. Oceňovatel by při samotném odhadu vývoje tržního podílu měl zhodnotit také dosavadní vývoj. [1, str. 77-90]

1.7.3 Finanční analýza

Finanční analýza umožňuje posoudit finanční zdraví podniku v době předcházející datum ocenění a zároveň dává podklady pro předpověď budoucího vývoje podniku. Interpretací stavových a poměrových ukazatelů je možné získat představu o hospodaření podniku a umožňuje odhalit potenciální rizika, která podnik běžně ohrožují. Výsledky finanční analýzy slouží jako podklady pro stanovení nákladů kapitálu podniku, sestavení finančního plánu podniku a pro posouzení výnosové hodnoty podniku.

Správně provedená finanční analýza však není pouze prosté vypočtení ukazatelů podle předem definovaných vzorců. Vypočtené ukazatele je třeba vždy interpretovat a dát je do vzájemných souvislostí. Jenom tak bude mít analýza požadovaný smysl.

Informace potřebné pro účely finanční analýzy se získávají z následujících účetních výkazů podniku: [3, str. 3 a 4;27]

- rozvaha,
- výkaz zisků a ztrát,
- výkaz cash flow (není nezbytný, lze odvodit z předchozích výkazů)

Finanční analýza podle prof. Maříka by měla pro účely oceňování mít dva hlavní výsledky: [1, str. 96]

- získání informací o finančním zdraví podniku,
- vytvoření podkladů pro sestavení finančního plánu podniku.

Výsledky finanční analýzy doplní závěry učiněné při strategické analýze podniku o případná rizika hospodaření či výhody oproti konkurenci. Ačkoli běžně finanční analýza využívá převážně údaje obsažené v rozvaze a výkazu zisku a ztráty, jsou případy, kdy je vhodné využít i některé méně používané údaje obsažené v příloze k účetní závěrce.

Finanční analýza sama o sobě může mít spoustu metod a využít velké množství postupů. Následující podkapitola se bude soustředit na představení metod, ukazatelů a modelů použitých v této práci. [1;17;27]

1.7.3.1 *Analýza stavových ukazatelů*

Tato část analýzy se soustředí na informace přímo z výkazů předtím, než budou tyto údaje použity pro výpočet ukazatelů či konstrukci modelů. Mimo podrobnou fundamentální analýzu položku po položce se pro stavové ukazatele využívají 2 hlavní způsoby analýzy: [3, str. 13 – 18]

- **Horizontální analýza** – promítá změnu absolutní hodnoty vykazovaných položek v rámci analyzovaného období. Kromě absolutních změn je možné změnu vyjadřovat jako procentuální přírůstek (úbytek) oproti předcházejícímu období. Oba způsoby se dobře doplňují, a proto je vhodné je využívat zároveň. Je dobré je využít pro analýzu rozvahy i výsledovky. [21, str. 166]
- **Vertikální analýza** – Poskytuje představu o struktuře aktiv a pasiv, tedy o podílu jednotlivých složek majetku a kapitálu na celkovém majetku a kapitálu vyjádřeného procenty. Toto poskytne obraz o skladbě hospodářských prostředků pro výrobní činnost podniku a také o struktuře zdrojů, z nichž byly financovány. Vertikální analýzu lze použít i pro prozkoumání položek výsledovky, což poskytne informace o struktuře nákladů a ziskové marže.

1.7.3.2 *Analýza poměrových ukazatelů*

Poměrové ukazatele jsou dalším stupněm při provádění finanční analýzy. Zjednodušeně řečeno každý poměrový ukazatel dává do souvislosti dva nebo i více stavových ukazatelů. Taková souvislost by ovšem měla dávat smysl, není možné jen tak

spojovat náhodné položky rozvahy a výsledovky. Nejpoužívanější ukazatele se běžně řadí do několika skupin:

- likvidita,
- rentabilita,
- zadluženost,
- aktivita,
- čistý pracovní kapitál

Následovat bude podrobnější představení těchto skupin a jejich významných zástupců použitých v této práci. [27]

Ukazatele likvidity

Stručně řečeno představují tyto ukazatele schopnost podniku uhradit své závazky. Jedná se o stanovení schopnosti podniku zaplatit, tj. výši likvidních prostředků, jež má podnik k dispozici, ve vztahu ke krátkodobým závazkům, které má uhradit. Tato skupina obsahuje tři běžně používané zástupce, běžnou likviditu, pohotovou likviditu a okamžitou likviditu, které se liší stupněm likvidnosti majetku, který je do výpočtu zahrnut.

Běžná likvidita znázorňuje, kolikrát oběžná aktiva pokryjí krátkodobé závazky. Hodnota tohoto ukazatele by standardně neměla být nižší než 1, což by znamenalo, že krátkodobé závazky podniku jsou zdrojem financování pro dlouhodobý majetek, což ukazuje na riziko finanční nestability v podniku.

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}}$$

Pohotová likvidita eliminuje z výpočtu veškeré zásoby, které jsou považovány za nejméně likvidní část oběžných aktiv. U většiny podniků totiž není možné zásoby ve velkém proměnit na hotovost. I v případě, že se podaří uskutečnit mimořádný velký prodej, je možné, že budou zásoby prodány pod cenou, a pokud budou prodávány na fakturu (což většinou budou), transformují se v rámci podniku nejprve na pohledávky, než podnik obdrží peníze. V neposlední řadě je třeba připomenout, že do zásob se řadí i materiál, který je teprve třeba přeměnit na hotovou výrobu. I takový materiál lze někdy prodat, pokud podnik nutně potřebuje peníze pro zaplacení závazků, ale takové opatření se považuje za zoufalé a je pro okolí podniku jasným signálem hrozící insolvence. Pohotová likvidita tedy ve výpočtu ponechává hotové peníze a pohledávky.

$$pohotov\acute{a} \text{ likvidita} = \frac{\text{ob\acute{e}žn\acute{a} aktiva} - \text{z\acute{a}soby}}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{y} ciz\acute{i} kapit\acute{a}l}}$$

Okamžitá likvidita vypovídá o schopnosti podniku okamžitě zaplatit své právě splatné závazky. Ve výpočtu se uvažují pouze peněžní prostředky. Existuje velké množství názorů na to, jaká hodnota tohoto ukazatele je pro podnik optimální. Na jedné straně je snaha nedostat se do rizika insolvence, na druhé straně velké množství peněz ležících nečinně na běžném účtu má při současné situaci tendenci ztrácet na hodnotě kvůli nízkému až nulovému úročení, poplatkům bankovním institucím a inflaci. Pro účely této práce bude za optimální úroveň okamžité likvidity považována průměrná úroveň tohoto ukazatele za sledované období u firem podnikajících ve stejném průmyslovém odvětví jako oceňovaná firma. [1;27]

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžen\acute{n}\acute{i} prostředky}}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{y} ciz\acute{i} kapit\acute{a}l}}$$

Ukazatele rentability

Tyto ukazatele poskytují přehled o tom, jak efektivně podnik generuje zisk. Racionálně uvažující investor se totiž nespokojí s faktem, že výnosy podniku byly vyšší než náklady. Záleží mu také na tom, aby prostředky, které do podniku investoval, přinesly zisk odpovídající jejich velikosti. Pokud budeme porovnávat dvě firmy ze stejného oboru, které dosáhly srovnatelného zisku, ale jedna z nich k tomu potřebovala mnohem větší množství investovaného kapitálu, tak rentabilita této firmy bude nižší a pro investora méně atraktivní. Ukazatele v této skupině porovnávají různé skupiny majetku s příslušně definovaným hospodářským výsledkem.

Rentabilita celkových aktiv - ROA porovnává dosažený provozní výsledek hospodaření (EBIT) s celkovým investovaným kapitálem. Tento ukazatel patří k základním ukazatelům finanční analýzy. Jeho rozšiřováním o další relevantní veličiny (tzv. pyramidový rozklad) je možné podrobněji vysvětlit příčiny meziroční změny tohoto ukazatele.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}$$

Rentabilita vlastního kapitálu - ROE znázorňuje zisk vlastníků společnosti. Velikost dosaženého zisku po úrocích a daních (EAT) se poměruje s vlastním kapitálem podniku. Stejně jako ukazatel ROA i tento ukazatel lze snadno podrobit pyramidovému rozkladu. Pokud podnik rozumně využívá cizích zdrojů financování, pak může být tato rentabilita díky efektu tzv. finanční páky i několikrát vyšší než rentabilita celkového kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita dlouhodobého kapitálu - ROCE poskytuje alternativní pohled na rentabilitu celkových aktiv. Místo toho, aby zisk před úroky a daněmi poměřovala s celým majetkem firmy, tak jej srovnává pouze s dlouhodobým kapitálem, který byl do podniku vložen právě s cílem jeho zhodnocování.

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{Vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé cizí zdroje}}$$

Rentabilita tržeb - ROS informuje o tom, jaká část z podnikových tržeb nakonec skutečně tvoří zisk. Tento ukazatel je rovněž znám jako zisková marže a je jednou z veličin, které mají velký význam při oceňování podniku. Kromě toho sám o sobě může napovědět, jakým způsobem optimálně navyšovat zisk firmy. Pokud je například zisková marže vysoká, je rozumné snažit se navyšovat tržby. Pokud je ale zisková marže nízká, tak je naopak namístě zjistit, zda je možné zefektivnit výrobu a tím ziskovou marži zvýšit.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}}$$

[27]

Ukazatele zadluženosti

Tato skupina ukazatelů se věnuje v první řadě stavu zdrojů financování podniku, tj. podílu cizích zdrojů financování na celém investovaném kapitálu. Druhým důležitým aspektem je zkoumání, jak podnik zvládá spravovat své závazky. [1]

Celková zadluženost vyjadřuje podíl cizího kapitálu k celkovým aktivům. Co se interpretace tohoto ukazatele týče, záleží hodně na dalších souvislostech. Optimální kapitálová struktura se liší podnik od podniku. Vzhledem k tomu, že kapitálová struktura

každého podniku je do značné míry determinována subjektivním názorem managementu firmy na zadlužování, je poměrně běžné, že u dvou velikostně i oborem podnikání srovnatelných podniků může být zcela odlišná. [3, str. 66]

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Úrokové krytí dává informace o tom, jak firma zvládá spravovat své úročené cizí zdroje financování. Konkrétně poskytne představu o tom, jak velká část provozního výsledku hospodaření padne na nákladové úroky. Čím více se tento ukazatel blíží jedné, tím méně je pro firmu vhodné vyhledávat další úročený cizí kapitál. U perspektivního podniku by ukazatel nikdy neměl mít hodnotu 1 nebo nižší, protože v takovém případě podnik generuje ztrátu ze své běžné činnosti, což svědčí o nebezpečí jeho brzkého zániku. [1, str. 105]

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{Zisk před úroky a zdaněním}}{\text{úroky}}$$

[27]

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity jsou znázorněním výrobního procesu firmy. Pokud chce firma efektivně řídit svůj čistý pracovní kapitál, je nezbytné, aby všechny tyto ukazatele a jejich vývoj vedla v patrnosti.

Obrat aktiv, popř. počet obrátů aktiv celkem za rok, má vypovídající hodnotu o rychlosti obratu aktiv a jejich přiměřenosti vzhledem k celkovým výstupům podniku. Cílem firmy je pochopitelně dosahovat vyšších tržeb při poměrně nezměněné výši aktiv. Proto je pozitivní, když se výše tohoto ukazatele meziročně zvyšuje.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{stálá aktiva}}$$

Doba obratu zásob (DOZ) je ukazatel, který udává průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podnikání až do doby jejich prodeje. Tento ukazatel, stejně jako následující ukazatele doby obratu, je vyjádřený ve dnech. Zjednodušeně ho lze pokládat za dobu mezi přijetím materiálu na sklad až po prodej dokončeného výrobku.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby}{průměrné\ denní\ tržby}$$

Průměrná doba splatnosti pohledávek (PSP) je obdobný ukazatel jako doba obratu zásob. V tomto případě jde však o průměrnou splatnost pohledávek (zákaznických faktur). Vývoj tohoto ukazatele poskytuje informace o pozici firmy v rámci svých obchodních partnerů. Firma se silnou pozicí si může zařídit kratší splatnost faktur u svých odběratelů a tím si polepšit.

$$Průměrná\ doba\ splatnosti\ pohledávek = \frac{pohledávky\ z\ obchodního\ styku}{průměrné\ denní\ tržby}$$

Průměrná doba splatnosti závazků (PSZ) představuje průměrný počet dnů splatnosti firemních závazků. Jedná se o obdobnou situaci jako u předchozího ukazatele, pouze tentokrát firma usiluje naopak o prodlužování splatnosti dodavatelských faktur. Pochopitelně je na každé firmě, jestli bude usilovat o co nejlepší obchodní podmínky za každou cenu, nebo zda bude naopak budovat přátelské vztahy se svými partnery, což může přinést jiné nepřímé benefity.

$$Průměrná\ doba\ splatnosti\ závazků = \frac{závazky\ z\ obchodního\ styku}{průměrná\ denní\ hodnota\ nákupu}$$

Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál je jedním ze zásadních ukazatelů. Jednoduše řečeno vypovídá o tom, jaká část oběžného majetku podniku je financována dlouhodobým kapitálem (vlastním kapitálem, nebo dlouhodobým cizím kapitálem). Výpočet tohoto ukazatele lze modifikovat, aby například zahrnul jen tu část oběžných aktiv, která je relevantní pro hlavní činnost podniku. Pro účely oceňování podniku je například použit tzv. pracovní kapitál provozně nutný, který počítá pouze s peněžními prostředky v rámci provozně nutné likvidity. Nicméně v rámci samotné finanční analýzy je možné porovnávat stav čistého pracovního kapitálu s ukazatelem Kapitálová potřeba podniku, který bude představen níže.

$$ČPK = (zásoby + pohledávky + peníze) - krátkodobé\ závazky$$

Obratový cyklus peněz (OCP)

Aby bylo možné stanovit kapitálovou potřebu podniku, je nutné nejprve dát do souvislosti výše představené ukazatele doby obratu. Díky tomu bude patrné, jak dlouho potrvá, než se peníze, které z firmy odešly na počátku výrobního procesu, do ní zase vrátí formou zaplacení pohledávek za výrobky či služby. Peníze z podniku odchází ve chvíli zaplacení dodavateli a vrací se, až když odběratel zaplatí fakturu. OCP se tedy počítá jako součet doby obratu zásob a průměrné splatnosti pohledávek, od kterého se odečte průměrná splatnost závazků. Všechny zmíněné ukazatele jsou běžně vyjádřeny ve dnech, proto i ukazatel obrátového cyklu peněz je vyjádřený ve dnech.

$$\text{Obratový cyklus peněz} = DOZ + PSP - PSZ$$

Kapitálová potřeba podniku

Pokud je žádoucí analyzovat čistý pracovní kapitál, je dobré jej porovnat s tímto ukazatelem. Ukazatel kapitálové potřeby podniku dává představu o výdajích, které je průměrně třeba pokrýt během doby, kdy podnik čeká na peníze od svého odběratele. Pokud by hodnota čistého pracovního kapitálu byla nižší než kapitálová potřeba, existuje riziko, že se podnik může častěji dostávat do situace, kdy musí odkládat splácení svých závazků z důvodu nedostatku prostředků na jejich zaplacení. V extrémním případě může být nedostatečná úroveň čistého pracovního kapitálu důvodem k úpadku podniku z důvodu insolvence, přestože podnik není ve ztrátě.

$$\text{Kapitálová potřeba podniku} = \text{Obratový cyklus peněz} \times \frac{\text{Provozní náklady}}{360}$$

[27]

1.7.3.3 Analýza souhrnných modelů

Finanční analýza jako taková by měla mít i jakýsi konkrétní závěr, zatímco analýza poměrových ukazatelů umožňuje spíše ukázat na izolovaná silná, popřípadě slabá místa v hospodaření podniku. V praxi v nemálo případech při analýze podnik vykazuje dobré výsledky některých oblastech a v jiných naopak výsledky nepříznivé. Důležitou roli pak hrají zkušenosti hodnotitele, který by na závěr celé analýzy měl tyto výsledky shrnout a minimálně prohlásit, zda je podnik v dobrém stavu nebo zda je naopak ohrožen úpadkem. Toto je důležité i pro účely oceňování podniku. Pokud na základě analýzy podnik do

budoucná nemá dobré vyhlídky, pak je nutné přistoupit ke stanovení likvidační hodnoty podniku. Při pozitivních výsledcích se naopak vyjádří hodnota podniku použitím výnosových metod ocenění. Vzhledem k tomu, že právě použití výnosových metod je cílem této práce, je zásadní, aby z finanční analýzy vyšel oceňovaný podnik jednoznačně jako perspektivní. [18, str. 90]

Pro tuto část analýzy je vhodné využít jeden či více ze souhrnných ukazatelů (modelů). Tyto modely se běžně dělí na bankrotní a bonitní. Společným znakem všech modelů je, že všechny vznikly srovnáváním velkého množství údajů o velkém množství podniků, z nichž část podniků byla perspektivní a část těsně před úpadkem. Pomocí statistických metod pak byla nalezena souvislost mezi poměrovými ukazateli využitými v modelech a tím, zda podnik zbankrotoval nebo ne. Modely rovněž stanovují tzv. „váhu“ poměrových ukazatelů v modelu, což je znázornění síly významu ukazatele na celkové ohodnocení. Tvůrci modelu určují tyto váhy pomocí statistických metod. Díky takto sestavené rovnici model ohodnotí podnik jedním číselným hodnocením (skóre), které lze poté interpretovat na hodnotící stupnici, jež je rovněž součástí každého modelu.

V této práci budou použity následující modely:

- Altmanův model
- Index IN05
- Kralickův Quicktest
- Index bonity

Altmanův model

Altmanův model patří mezi bankrotní modely a je jedním z nejvýznamnějších modelů vůbec. Model sestavil profesor Altman v několika podobách, a to jeden pro akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi a druhý pro ostatní společnosti. Spousta dalších modelů vychází z původního Altmanova modelu a původní rovnice se znovu přepočítává, aby byl model stále aktuální na stále se vyvíjejícím trhu. Účelem modelu je zhodnotit dosavadní finanční situaci podniku a s tím spojené nebezpečí bankrotu. Je nazýván také Z-skóre. Vychází z diskriminační analýzy velkého množství podniků, které buď podlehly bankrotu, nebo situaci ustály. [1; 3; 5]

V rámci této práce je použit model v následujícím tvaru:

$$X_1 = \text{Čistý pracovní kapitál} / \text{Aktiva}, \text{ kde } \text{ČPK} \text{ je počítán rozdílem oběžných aktiv a krátkodobých závazků}$$

$X_2 = \text{Nerozdělený zisk} / \text{Aktiva}$

$X_3 = \text{EBIT} / \text{Aktiva}$

$X_4 = \text{Vlastní kapitál} / \text{Cizí kapitál}$

$X_5 = \text{Tržby} / \text{Aktiva}$

$$Z = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,420 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5$$

Výsledek rovnice modelu je poté možno interpretovat pomocí následující tabulky:

Hodnocení	Hodnota Z-skóre	Interpretace
Zdravý podnik	> 2,9	Podnik tvoří hodnotu a má perspektivu do budoucna
Šedá zóna	1,23 - 2,9	Nelze jednoznačně určit, jestli podnik bude prosperovat, nebo zda zanikne
Ohrožený podnik	<1,23	Podnik je vážně ohrožen bankrotem,

Index IN05

Tento bankrotní model od manželů Neumaierových v zásadě vychází z Altmanova modelu. Nicméně rovnice je oproti původnímu modelu modifikovaná, aby se zlepšila jeho aplikovatelnost v podmínkách českého trhu. V jeho posledním znění IN05 bere ohled na podmínky tuzemské ekonomiky. Model mimo jiné akceptuje i hledisko vlastníka podniku. [3, str. 110]

Tvar rovnice modelu je následující: [6, str. 190-191]

$X_1 = \text{Aktiva} / \text{Cizí zdroje}$

$X_2 = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$

$X_3 = \text{EBIT} / \text{Aktiva}$

$X_4 = \text{Tržby} / \text{Aktiva}$

$X_5 = \text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé závazky.}$

$$IN05 = 0,13 \cdot X_1 + 0,04 \cdot X_2 + 3,97 \cdot X_3 + 0,21 \cdot X_4 + 0,09 \cdot X_5$$

Ještě před interpretací modelu je třeba zkontrolovat hodnotu ukazatele X_2 – úrokové krytí. Pokud je totiž podnik nezadlužený nebo minimálně zadlužený, může být hodnota tohoto ukazatele extrémně vysoká, čímž by zkreslila celý model. Proto se obecně

doporučuje, aby byla hodnota tohoto ukazatele při vstupu do rovnice modelu omezena na maximální hodnotu 9. Jinými slovy, pokud provozní VH podniku převyšuje nákladové úroky více než 9krát, bude se pro účely tohoto modelu uvažovat, jako by ho převyšoval přesně 9krát.

Výsledek výpočtu je pak možné interpretovat následující způsobem:

Výsledek	Hodnota IN05	Interpretace
Finančně zdravý podnik	$IN05 > 1,6$	Podnik generuje hodnotu – má perspektivu do budoucna
Šedá zóna	$0,9 < IN01 < 1,6$	Nelze jednoznačně určit osud podniku
Ohrožený podnik	$IN05 < 0,9$	Podnik s velkou pravděpodobností spěje k bankrotu

Kralickův quicktest

Tento model patří do skupiny bonitních modelů. Bonitní modely na rozdíl od bankrotních nezkoumají jenom, zda je podnik bankrotující nebo zda je perspektivní, ale snaží se vytvořit širší spektrum hodnocení podniku. Takových modelů mohou například využívat banky při hodnocení podniků žádajících o úvěry.

Tento konkrétní test spočívá v přidělování bodů podle toho, jak si podnik stojí v rámci jednotlivých ukazatelů. Výsledná „známka“ je stanovena jako aritmetický průměr bodů za jednotlivé ukazatele. Kralickův quicktest používá ukazatele, které reprezentují celý informační potenciál rozvahy a výsledovky. Účelem je v tomto případě dosažení vyvážené analýzy, která má v sobě zahrnuje hodnocení finanční stability stejně jako výnosové situace v podniku. Za tímto účelem test využívá ukazatele ze čtyř základních oblastí (tj. likvidity, rentability, zadluženosti a výsledku hospodaření). [7, str. 124-126]

Kralickův quicktest se počítá pomocí následujících poměrových ukazatelů:

- Koeficient samofinancování = $\text{Vlastní kapitál} / \text{Aktiva}$
- Doba splácení dluhu z cashflow = $(\text{Cizí zdroje} - \text{peníze}) / \text{Cashflow}$
- Rentabilita aktiv = $\text{EBIT} / \text{Aktiva}$
- CF v tržbách = $\text{Cashflow} / \text{Tržby}$

Hodnoty těchto ukazatelů se porovnají s následující hodnotící tabulkou a přidělí se jim body (známky), ze kterých se potom aritmetickým průměrem spočítá výsledná známka. Při vyhodnocování je potřeba dávat pozor, jakým způsobem přesně „známkování“ probíhá. Někteří autoři přidělují body od 0 do 4, kdy 4 body znamenají

nejlepší výsledek (takový je i případ modelu použitého v této práci). Jinde zase můžeme najít známky 1 až 5 jako ve škole, kdy 5 je přirozeně nejhorší známka.

Ukazatel	Přidělené body				
	0	1	2	3	4
Koeficient samofinancování	0	0,1	0,2	0,3	>0,3
Doba splácení dluhu z cashflow	<0 ; >30	30	12	5	3
Rentabilita aktiv	0	0,08	0,12	0,15	>0,15
CF v tržbách	0	0,05	0,08	0,1	>0,1

Při bodovém hodnocení 0-4 body je potom výslednou známkou možné interpretovat tak, že pokud podnik dosáhne hodnocení menší než 1, hrozí mu bankrot. Pokud naopak dosáhne hodnocení 3 nebo lepší, považuje se za finančně stabilní.

Index bonity

Tento model, který je rozšířený především v německy mluvících zemích, využívá šesti ukazatelů s přidělenými vahami. Tento koncept je podobný bankrotním modelům. Tento model však oproti ostatním využívá bohatší spektrum závěrečného hodnocení, a navíc počítá i se situací, kdy některé ukazatele mohou vyjít záporné (ukazatele obsahují cashflow a zisk před zdaněním), čímž může i hodnota modelu vyjít záporná. Bohatší hodnotící spektrum je jistě pozitivní, nicméně na druhou stranu je takový model vzhledem k neustálému vývoji ekonomiky potřeba častěji analyzovat a aktualizovat, aby výpočtová rovnice a hodnotící milníky byly správně nastaveny.

Výpočtová rovnice indexu bonity je následující: [7, str. 128]

$$B_i = 1,5 \cdot X_1 + 0,08 \cdot X_2 + 5 \cdot X_3 + 10 \cdot X_4 + 0,3 \cdot X_5 + 0,1 \cdot X_6$$

Model v rovnici využívá tyto ukazatele (zkratka EBT je použita místo výrazu „Zisk před zdaněním“):

X_1 = cashflow / cizí zdroje

X_2 = Aktiva / cizí zdroje

X_3 = EBT / celkové tržby

X_4 = EBT / aktiva

X_5 = zásoby / celkové tržby

X_6 = celkové tržby / aktiva

Výsledná hodnota B_i se interpretuje pomocí následující hodnotící tabulky:

Hodnocení	B_i
Extrémně dobrá situace	Větší než 3
Velmi dobrá situace	Od 2 do 3
Dobrá situace	Od 1 do 2
Určité problémy	Od 0 do 1
Špatná situace	Od -1 do 0
Velmi špatná situace	Od -2 do -1
Extrémně špatná situace	Menší než -2

1.7.4 SWOT analýza

Provedením SWOT analýzy na závěr finanční a strategické analýzy dojde ke shrnutí podkladů dosud nasbíraných. Přestože obecně její provedení není striktně nutné, tak se její zpracování doporučuje, protože je vhodné dát informace z předchozích analýz do souvislosti. SWOT analýza jako taková analyzuje podnik tím, že se snaží poukázat na silné a slabé stránky podniku a na příležitosti a hrozby, které se nachází ve vnějším okolním prostředí. Mezi silné stránky se zařadí výhody podniku proti konkurenci, a vlastnosti zajišťující perspektivní trvání podniku. Naopak slabé stránky jsou zjištěny skrze neoptimální hodnoty ukazatelů finanční analýzy či nepříznivé výsledky analýzy vnitřního potenciálu.

Pro identifikaci příležitostí a hrozeb bude využito poznatků z analýzy vnějšího prostředí podniku, a to jednak z odvětví, ve kterém podnik působí, ale také přímo z fyzického okolí podniku. Díky vymezení příležitostí a hrozeb je patrnější, jaká rizika podniku hrozí, což se poté může projevit při výpočtu nákladů na kapitál.

1.7.5 Výpočet hodnoty podniku

V této podkapitole budou podrobněji představeny metody ocenění podniku, které jsou použity v této práci. Obecně existují tři skupiny oceňovacích metod: skupina výnosových metod, skupina tržních metod a skupina majetkových metod. Rovněž existují metody, které kombinují typické znaky těchto skupin. Vzhledem k tomu že cílem této práce je ocenění pomocí výnosových metod, budou dále popsány pouze metody výnosové, konkrétně metody zvolené pro ocenění, metoda diskontovaných peněžních toků (DFC) a metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

1.7.5.1 *Metoda diskontovaných peněžních toků*

Jedná se o základní metodu oceňování v oblasti výnosových metod. Metoda vychází z předpokladu, že právě peněžní toky jsou skutečným reálným příjmem podniku a tedy reálným užitek z drženého statku. Samotná metoda se vyskytuje v několika variantách, z nichž je možné rozlišit tři základní techniky pro výpočet hodnoty podniku:

- Varianta DCF „entity“ – ocenění podniku jako celku
- Varianta DCF „ekvity“ – ocenění vlastním kapitálem
- Varianta DCF APV – ocenění upravenou současnou hodnotou

Cílem všech variant je dospět k hodnotě vlastního kapitálu podniku, nicméně se liší ve způsobu výpočtu této hodnoty. Metoda DCF „entity“, použitá v této práci, vychází z komplexního peněžního toku podniku, který bude dostupný pro vlastníky i věřitele. V rámci prvního kroku výpočtu je tento dostupný peněžní tok diskontován na současnou hodnotu, čímž získáme brutto hodnotu celého podniku. Druhým krokem je poté odečtení hodnoty cizího kapitálu firmy ke dni ocenění a tím získáme čistou (netto) hodnotu vlastního kapitálu firmy. Varianta DCF „ekvity“ se od základní varianty odlišuje tím, že do výpočtu vstupují pouze peněžní toky náležící vlastníkům firmy a ne ty, co náleží věřitelům. Díky tomu je možné vypočítat hodnotu vlastního kapitálu přímo. Metoda APV má podobně jako metoda entity dva kroky výpočtu. Prvním krokem je výpočet brutto hodnoty podniku součtem hodnoty, jakou by měl podnik, kdyby nebyl zadlužený a na současnou hodnotu diskontovaného souhrnu daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se kroku se vypočítá netto hodnota tím, že se od brutto hodnoty odečte cizí kapitál. [1]

1.7.5.2 *Metoda ekonomické přidané hodnoty*

Tato metoda oceňuje vlastní kapitál firmy pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA = economic value added). Tento ukazatel sám o sobě podává informaci o tom, o kolik podnik vydělal víc, než byla jeho požadovaná výnosnost zastoupena ukazatelem WACC. Základní vzorec výpočtu EVA je následující:

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC$$

NOPAT je zkratka pro zisk z provozní činnosti podniku po zdanění. Tento zisk je potom snížen hodnotu kapitálu, který byl investován pro dosažení řečeného zisku, vynásobenou průměrnými náklady na tento kapitál.

Investovaný kapitál je ve vzorci zastoupený ukazatelem NOA – čistá operační aktiva. Tento ukazatel zahrnuje aktiva skutečně využívaná k hlavní ekonomické činnosti. Oproti běžným účetním aktivům je z nich potřeba vyřadit provozně nepotřebný majetek a naopak zahrnout majetek, který firma využívá, ale nevede ho v účetní evidenci, jako například leasing. [1;18]

2 Oceňovaný podnik – TSS spol. s r. o.

Oceňovaným podnikem je podnik TSS spol. s r.o., se sídlem na adrese Za tratí 496, 503 46 Třebechovice pod Orebem. Podnik na svých webových stránkách uvádí celý název jako „Třebechovická slévárna a strojírna“. Podnik má právní formu společnost s ručením omezením se základním kapitálem 300 000 Kč.



Obrázek 1: Logo podniku TSS zdroj:

Slévárna jako taková existuje v určité formě již od roku 1910, kdy se zde vyráběly zemědělské nástroje. Během druhé světové války podnik nevyráběl vůbec. Po válce se činnost obnovila a podnik byl součástí národního podniku Strojírny potravinářského průmyslu. Během tohoto fungování podnik postupně rozšiřoval produkci i počet zaměstnanců. V roce 1960 se podnik rozšířil o výrobu dřevěných a kovových modelů. Celý závod byl postupně modernizován a všechny původní budovy byly nahrazeny novými.

V roce 1992 byl potom podnik privatizován do rukou společnosti TSS s.r.o., která má modernizaci podniku jako svůj prvořadý záměr. Současná výroby podniku je zaměřena na výrobu odlitků ze šedé litiny, bronzu, hliníku a mosazi. Sortiment strojní výroby potom zahrnuje nástroje, přípravky, kokily a stroje.

2.1 Vlastnická struktura

Jak již bylo řečeno, podnik TSS má právní formu „společnost s ručením omezeným“. V současné době jsou v obchodním rejstříku vedeni pouze dva společníci (vlastníci). Těmito společníky jsou pan Josef Jech, narozen roku 1955, a paní Karolína Charousková Třešková, narozena roku 1984. Oba společníci ve firmě zároveň pracují a zastávají různé manažerské funkce.

Toto uspořádání s sebou nicméně nese riziko v podobě vzniku rozkolu mezi vlastníky. V případě vzniku zásadních rozporů by absence rozhodovacích mechanismů způsobila rozhodovací paralýzu, která by mohla negativně ovlivňovat chod podniku a v extrémním případě by mohla vést až k zániku společnosti. Na druhou stranu, pokud jsou vlastníci ve shodě, vzhledem ke své angažovanosti v podnikových procesech mohou při řízení své firmy pracovat velmi efektivně.

2.2 Výroba a produkce

Firma TSS je soukromou slévárnou, jejíž součástí je nyní také modelárna a strojírna. Slévárna se zaměřuje na výrobu odlitků z šedé litiny a barevných kovů a na úpravu odlitků, strojírna nabízí především zakázkovou výrobu strojních zařízení a přípravků a modelárna vyrábí modely (pro kusovou i hromadnou výrobu) z různých materiálů pomocí CNC obráběcích strojů. Kromě těchto samostatných funkcí spolu tato výrobní střediska i spolupracují na komplexních projektech. Produkce firmy nemá charakter sériové výroby. Výjimku tvoří několik sériově vyráběných odlitků. Hlavním záměrem firmy, pokud jde o výrobní program, je získávání komplexních zakázek zahrnujících výrobu modelu, odlévání do tohoto modelu, a následná konečná strojní úprava či obrábění odlitku v konečný produkt. Následuje podrobnější rozbor těchto tří výrobních center.

2.2.1 Slévárna

Hlavním programem jsou odlitky šedé litiny v jakosti EN GJL 150 – 300. Kromě toho je firma producentem nízkolegovaných litin. Tyto odlitky odlévá zpravidla do bentonitových směsí. K tavení litiny se používají kupolové pece o průměru 700 mm s intenzifikační podporou kyslíku. Roční kapacita slévárny šedých litin je 1900 tun odlitků. Firma nabízí ruční i strojové formování odlitků a výrobu jader. Nabídku firmy tvoří rovněž pět modelů odlitků pro sériovou výrobu. Mezi tyto modely patří nohy laviček, litinové grilovací pánve, a okrasná nástěnná umyvadla.

Kromě toho se ve slévárně vyrábí i odlitky z barevných kovů, především z bronzu a z hliníku, rovněž do bentonitových směsí s možností strojního i ručního formování odlitků. Hliníkové odlitky odpovídají jakosti AlSi10Mg, AlSi12, bronzové potom mají

jakost odpovídající CuSn10, CuSn12. Firma rovněž nabízí odlévání i v dalších materiálech podle dohody se zákazníkem.

Slévárna splňuje ekologické normy pro slévárny a deklaruje podporu životního prostředí. V roce 2010 firma realizovala ve své slévárně projekt odprášení kuploven a v roce 2014 zde nainstalovala v té době nejmodernější filtrační zařízení.

2.2.2 Strojírna

Firma TSS využívá své strojírny k výrobě strojních zařízení a přípravků, nicméně kromě toho uvádí na webových stránkách i další služby. Strojírna se dále zabývá obráběním odlitků, svařenců, strojových dílů, přípravků a lisovacích nástrojů, což umožňuje provázanost s činností slévárny. Ve strojárně se dále vyrábí formy a kontrolní přípravky z hliníkových slitin a technického dřeva. Kromě toho se strojírna zabývá přípravnými činnostmi souvisejícími s CNC obráběním (které provádí podniková modelárna) a nakonec firma nabízí montáž lisovacích a tvářecích nástrojů do 500 kg bez odzkoušení.

Strojírna má pro svou činnost dispozici dvě pětiosá univerzální portálová centra (AXA UPFZ a Trimill VU3019) a dvě tříosá obráběcí centra (MCV 750 QUICK a MCV 1016 QUICK). Kromě toho podnik využívá i soustruhy, horizontky a ruční nástroje pro konvenční obrábění. Standardní obráběné materiály jsou ocel, litina a hliníkové slitiny.

2.2.3 Modelárna

Podnik TSS svoji modelárnu prezentuje jako nejlépe vybavenou modelárnu v České republice díky 6 CNC obráběcím centrům a 55 vysoce kvalifikovaným zaměstnancům. Firma prostřednictvím modelárny nabízí svým zákazníkům následující služby:

- polystyrenové modely
- velké dřevěné modely pro kusovou i sériovou výrobu
- modely ze slitin hliníku
- komplikované modely pro sériovou a hromadnou výrobu z litých pryskyřic i polyuretanových bloků
- formy na tváření plastů za tepla
- formy na laminování (použitelné pro výrobu lodí a letadel)

2.3 Významní zákazníci

Firma TSS má širokou odběratelskou strukturu. V minulých letech mezi významné zákazníky patřily například: ŠKODA AUTO, ŠKODA TRANSPORTATION a.s., Audi Hungaria, ToMaC, MATADOR Industries, a.s., PCC Morava – Chem s.r.o. a další firmy.

2.4 Získaná ocenění a certifikáty

Firma obdržela v roce 2008 certifikát ISO 9001 za systém řízení kvality produkce.

3 Strategická analýza podniku

Následuje zpracování strategické analýzy firmy TSS. Strategickou analýzou podniku se zjišťuje, jaká je perspektiva a výnosový potenciál oceňovaného podniku. Hlavním úkolem této analýzy je poskytnout argumenty, které položí základy pro finální ocenění. Výnosový potenciál se skládá z potenciálu vnějšího a vnitřního. Pro analýzu vnějšího okolí bude využita SLEPTE analýza, Porterův model 5 sil a také pomocí analýzy makroekonomického prostředí bude určen relevantní trh podniku. Na vnitřní potenciál podniku bude využita analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podle prof. Maříka.

3.1 Analýza SLEPTE

3.1.1 Sociální, kulturní a demografické faktory

Sociální, kulturní a demografické faktory obsahují v první řadě demografická data o vývoji populace, o tradicích a zvyklostech, kultuře, chování, velikosti populace, jejího stáří nebo například vzdělanosti či mentality obyvatel (způsob smýšlení). Tyto faktory obecně ovlivňují poptávku po zboží a službách všech podnikatelských subjektů působících na území státu. Analyzovaná společnost TSS působí v oboru, kdy jejími zákazníky jsou především jiné podnikatelské subjekty, které využívají zakoupené produkty pro svou vlastní činnost. Samozřejmě existují i fyzické osoby, které mají zájem o produkty této společnosti, avšak takové kontrakty tvoří minimální část obrátu analyzovaného podniku. Nicméně pokud poroste poptávka koncových spotřebitelů po produkci firem, které mají zájem na produktech, jež firma TSS a její konkurence nabízí, ovlivní tento nárůst nepřímo i tržby podniku TSS.

Následující tabulka zachycuje vývoj populace v České republice:

Obyvatelstvo	Počet obyvatel	Muži	Ženy	Průměrný věk	Muži	Ženy
2011	10486731	5147231	5339500	40,9	39,4	42,3
2012	10505445	5158210	5347235	41,1	39,6	42,5
2013	10516125	5164349	5351776	41,3	39,8	42,7
2014	10512419	5162380	5350039	41,5	40	42,9
2015	10538275	5176927	5361348	41,7	40,2	41,3
2016	10553843	5186330	5367513	41,9	40,4	43,3

Tabulka 1: Vývoj obyvatelstva (Zdroj: vlastní zpracování z dat Českého statistického úřadu [11])

Z tabulky lze vidět, že počet obyvatel v České republice pomalým tempem narůstá. Od roku 2011 do roku 2016 vzrostl počet obyvatel o 67 112. Nicméně zároveň během tohoto období vzrostl také průměrný věk obyvatelstva o celý jeden rok. Tento trend není ani důsledek kolísání. Z dat Českého statistického úřadu (ČSU) vyplývá, že v posledních letech se průměrný věk populace vytrvale zvyšuje. Tento trend v dlouhodobém hledisku může vést až k situaci, kdy se růst obyvatel v této zemi zastaví, nebo se dokonce začne počet obyvatel snižovat. Nicméně negativní efekt stárnutí populace se může projevit již mnohem dříve skrze ztenčování základny ekonomicky aktivního obyvatelstva. Tento efekt je možné sledovat v následující tabulce znázorňující podíl skupiny ekonomicky aktivních obyvatel v populaci:

Věková struktura obyvatel	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0-15 let (v %)	14,7%	14,8%	15%	15,2%	15,4%	15,6%
15-65 let (v %)	69,1%	68,4%	67,6%	67%	66,3%	65,6%
65+ let (v %)	16,2%	16,2%	17,4%	17,8%	18,3%	18,8%

Tabulka 2: Podíl ekonomicky aktivního obyvatelstva (Zdroj: vlastní zpracování z dat Českého statistického úřadu [11])

Jak je vidět v roce 2011 tvořila skupina ekonomicky aktivních obyvatel (z věkového hlediska) téměř 70 procent celého obyvatelstva. Do roku 2016 však tato skupina ztratila 4,5 pb až na úroveň 65,6%. Z vývoje skupin před aktivním věkem a po aktivním věku můžeme vidět, že lidé stárnou rychleji, než se rodí a dospívají. Při setrvání tohoto trendu bude tedy do budoucna ubývat lidí schopných práce, tedy lidí, kteří mohou odvádět daně státu. A bude narůstat množství lidí v důchodovém věku, kteří z těchto daní budou potřebovat větší objemy prostředků jako důchody.

Dalším aspektem obyvatelstva je stav vzdělanosti. Údaje o tom, jaká je vzdělanost českého obyvatelstva, je možné vyčíst z následující tabulky (pozn. nepodařilo se dohledat údaje za rok 2016):

Nejvyšší dosažené vzdělání	2011	2012	2013	2014	2015
Základní a bez vzdělání	16,1%	15,6%	14,8%	14,3%	14,2%
Středoškolské bez maturity	35,2%	34,8%	34,5%	34,3%	34,1%
Středoškolské s maturitou	33,8%	33,7%	33,8%	34,1%	33,9%
Vysokoškolské	14,8%	15,7%	16,7%	17,3%	17,8%

Tabulka 3: Vývoj vzdělanosti obyvatelstva (Zdroj: vlastní zpracování z dat Českého statistického úřadu [11])

Již od počátků minulého století byl na území ČR jasný trend nárůst vzdělanosti. Zatímco ještě v roce 1950 mělo přes 80% obyvatel pouze základní vzdělání, v roce 2001 už to bylo jen 23%. V té době bylo rovněž nejrozšířenější formou nejvyššího dosaženého vzdělání střední s výučním listem, které mělo 38% obyvatelstva.

Ze získaných dat, stejně jako z trendů, které je možné sledovat všude kolem, je ale znát, že význam středního vzdělání bez maturity klesá. Oproti tomu roste poptávka po maturitních studijních oborech a rovněž roste poptávka po vysokoškolském vzdělání. Vyšší vzdělání se v dnešní společnosti stalo synonymem lepšího společenského statusu a rovněž se obecně předpokládá, že po dosažení vyššího vzdělání je možné získat lépe placenou práci. Zaměstnavatelé v některých oborech převzali tuto rétoriku a využívají dosažené vzdělání jako jedno z kritérií, které jim usnadňuje výběr mezi uchazeči o zaměstnání.

Vzdělanost obyvatelstva ČR z titulu nejvyššího dosaženého vzdělání i v dnešní době stále roste. Nepříjemným vedlejším efektem je, že na trhu práce začínají chybět řemeslníci z ustupujících učňovských oborů. Časem je možné, že rostoucí poptávka po této pracovní síle zvýší opět zájem o učňovské obory, ale je otázkou, kolik z učňovských škol v té době ještě bude existovat a kolik z nich bude tento druh vzdělání schopno poskytnout.

Samotný podnik TSS stejně jako další firmy v oboru pociťují nedostatek odborně vzdělaných volných pracovníků. Přestože podnik TSS potřebuje i vysokoškolsky vzdělané pracovníky na pozicích obchodních zástupců, účetních a manažerských pracovníků, tak výkonní zaměstnanci potřebují střední odborné vzdělání v příslušném oboru. Navíc v případě, že se skupina práceschopných a tedy potenciálně zaměstnatelných lidí snižuje, se může stát, že jednou bude mít firma potíže sehnat jakéhokoli zaměstnance bez ohledu na jeho vzdělání.

3.1.2 Legislativní faktory

Legislativními faktory jsou právní předpisy, které mají vliv na běžnou činnost podniku. Základní předpis, který ovlivňuje analyzovaný podnik stejně jako každý jiný podnik na území ČR je Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, který upravuje činnost společností působících na území České republiky. Zmíněný zákon vstoupil v platnost 2014, čímž nahradil Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník. Další nový Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, rovněž zahrnuje předpisy ovlivňující podnikatelské

subjekty. V rámci změn, které přinesl občanský zákoník, došlo například i ke změnám v definicích termínů spojených s podnikatelskou činností. Nově byly definovány pojmy jako podnik (nahrazen výrazem závod), nemovitost (nahrazen výrazem nemovitá věc.) a další.

Podnik TSS stejně jako jakýkoli jiný podnik, který provozuje ekonomickou činnost na území České republiky, se dále řídí Zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví; Zákonem č. 262/2006 Sb., zákoník práce a Zákonem č. 17/1992 Sb., o životním prostředí. Další skupinou pravidel, která zavazují všechny podniky podnikající v tuzemsku, jsou daňové zákony. Hlavními zákonnými normami (ve znění pozdějších předpisů), které se věnují této problematice, jsou:

- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu,
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty,
- Zákon č. 353/2003 Sb., o spotřebních daních.
- Zákon č. 16/1993 Sb., o dani silniční,
- Zákon č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitých věcí,
- Zákonné opatření senátu č. 340/2013 Sb., o dani z nabytí nemovitého majetku

V nedávné době proběhla na území České republiky úprava sazeb DPH. Zákon nyní zakotvuje základní sazbu DPH ve výši 21 %, snížená sazba je na úrovni 15 % a od roku 2015 byla také přidána druhá snížená sazba ve výši 10 %. Změny v sazbách DPH korespondují s normami, které schválila Evropská unie.

Nejnovější významnou změnou, která hýbe českou podnikatelskou sférou, je čerstvě zavedený systém elektronické evidence tržeb (EET). Podniky fungující na území ČR mají povinnost registrace u správce daně a odpovídajícím způsobem online evidovat veškeré tržby. V současnosti se tato úprava obecně týká všech pohostinských zařízení, maloobchodů i velkoobchodů, nicméně do března 2018 by se povinnost měla vztahovat na všechny podniky, kromě několika výjimek (například e-shopy).

Daň z příjmu u právnických osob se na rozdíl od daně z přidané hodnoty v posledních letech ustálila na sazbě 19 % (od roku 2010). V rámci zemí OECD patří Česko k zemím, které uplatňují jedno z nejnižších zdanění firem vůbec. Daň z příjmu fyzických osob má v současnosti základní sazbu 15% (+ solidární zvýšení daně +7pb pro

příjmy převyšující čtyřnásobek průměrné mzdy), což je relevantní pro firmy, které chtějí vyplácet zisk vlastníkům.

3.1.3 Ekonomické faktory

3.1.3.1 HDP

První z ekonomických faktorů reprezentující stav celé ekonomiky je ukazatel růstu HDP. Následuje tabulka vývoje tohoto ukazatele v nedávném období.

Období	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Růst HDP	-4.7%	2.3%	2.0%	-0,8%	-0.5%	2,7%	4.5%	2.4%

Tabulka 4: Vývoj HDP (zdroj: vlastní zpracování na základě hodnot z webu [10])

Z tabulky je možné sledovat vývoj HDP za posledních osm let. Právě HDP je přitom považováno za klíčový ukazatel výkonosti tuzemské ekonomiky jako celku. Z tabulky je možné vidět, že za posledních deset let mělo HDP většinou rostoucí tendenci. V roce 2009 se však projevila celosvětová hospodářská krize, která ovlivnila HDP na několik dalších let. V roce 2009 a 2010 se na HDP projevil účinek protikrizových opatření, které iniciovala vláda České republiky, aby zabránila nejhorším dopadům krize na ekonomiku. V roce 2011 a 2012 přišla ještě drobná recese znázorněná poklesem HDP způsobená úspornými opatřeními vlády, směřujícími ke stabilizaci veřejných rozpočtů. Od té doby ekonomika opět roste a předpověď ministerstva financí předpovídá v blízké budoucnosti další růst. V období, kdy zmiňovaná krize propukla, spousta českých firem musela omezit svou činnost a ty, které nebyly před krizí finančně zdravé, se potýkaly se značnými problémy a velké množství muselo činnost ukončit. Podnik TSS však krizi překonal a v současnosti se dál rozvíjí, aby v období růstu nezůstal pozadu.

3.1.3.2 Inflace

Dalším významným ukazatelem stavu české ekonomiky je míra inflace, jejíž vývoj v posledních osmi letech je v následující tabulce:

Období	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Míra inflace v %	1%	1.5%	1.9%	3,3%	1,4%	0,4%	0,3%	0,7%

Tabulka 5: Vývoj míry inflace (zdroj: vlastní zpracování pomocí dat z webu [10])

Míra inflace je v České republice ve srovnání s jinými zeměmi poměrně nízká. V letech 2014-2015 byla míra inflace tak nízká, že téměř přešla v deflaci tj. nárůst kupní

síly peněz. Česká národní banka již od roku 2013 prováděla devizové intervence za účelem podpory ekonomického růstu a zabránění deflaci. To, že je inflace takto nízká umožňuje podniku udržovat likviditu peněžními prostředky, aniž by se jim takto uložené prostředky významně znehodnocovaly.

3.1.3.3 Zaměstnanost

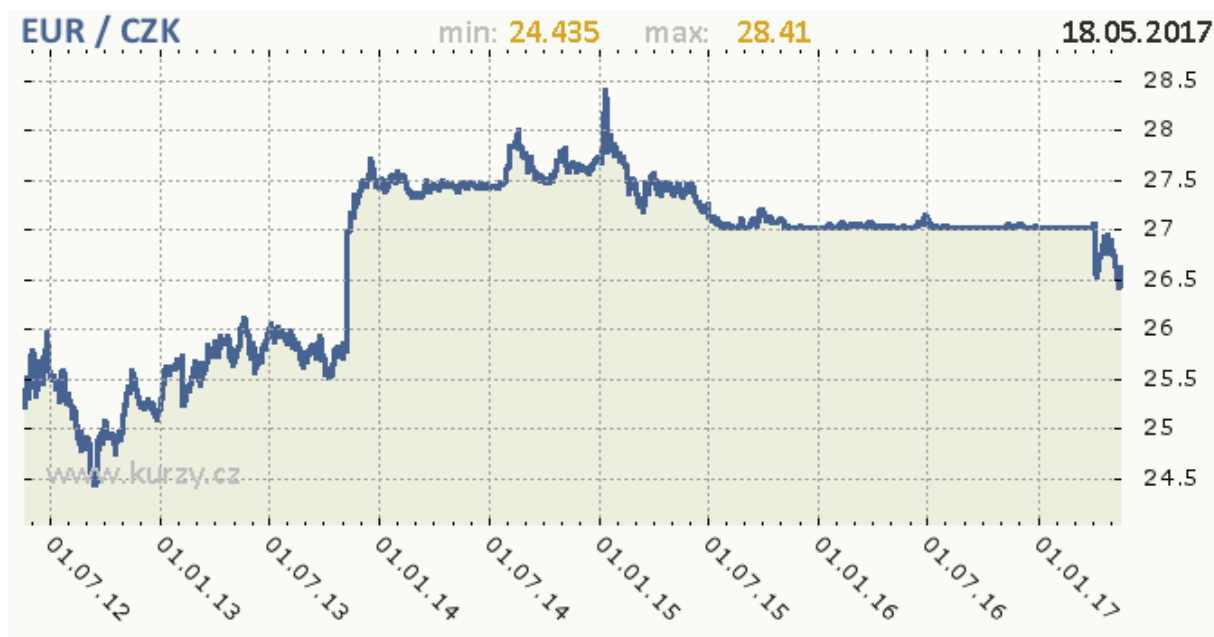
Období	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nezaměstnanost v %	6,7%	7,3%	6,7%	7%	7%	6,1%	5,1%	4%

Tabulka 6: Vývoj zaměstnanosti v ČR (zdroj: Vlastní zpracování pomocí dat z makroekonomické predikce ministerstva financí [10])

Data jasně říkají, že v posledních několika letech nezaměstnanost klesá a nyní se nachází na svém historickém minimu. Takto vysoká zaměstnanost, ač se na první pohled může zdát jako čistě pozitivní věc, signalizuje potenciální problém pro tuzemské podniky a tím i pro ekonomiku jako takovou. Nyní v období růstu se firmy snaží rozvíjet a rozšiřovat svou výrobu a to se většinou neobejde bez nových pracovních sil. Avšak v situaci, kdy nezaměstnanost klesá pod úroveň přirozené míry nezaměstnanosti, je pro firmy čím dál obtížnější takové zaměstnance sehnat. Řešením těchto potíží pro firmy by bylo, kdyby došlo k řízené imigraci pracovní síly, která by vyplnila poptávku po zaměstnancích českých podniků.

Tyto potíže mají přímý vliv i na podnik TSS a ostatní podniky operující v oboru. Zatímco dříve tyto podniky měly požadavky ohledně nových zaměstnanců a mohli si vybírat, v dnešní době jsou nuceni přijmout i uchazeče bez příslušného odborného vzdělání či tréninku, které si potom sami zaškolí a vycvičí.

3.1.3.4 Měnový kurz



Obrázek 2: Vývoj měnového kurzu EUR/CZK (Zdroj:[12])

Graf znázorňuje vývoj kurzu české koruny vzhledem k euru za posledních 5 let. Na počátku tohoto období byla koruna vůči euru silnější než dnes. V září 2012 potom byla koruna nejsilnější při kurzu 24,435 Kč za jedno euro. V listopadu 2013 potom koruna citelně oslabila, když začalo období devizových intervencí ČNB, a dál se pohybovala okolo 27,5 korun za euro. Na začátku roku 2015 dokonce koruna spadla téměř až na 28,5 korun za euro, ale pak se kurz opět vrátil k hranici 27,5. Od druhé půlky roku 2015 je pak jasně vidět vliv intervencí ČNB, která udržovala kurz velmi těsně u hranice 27 korun za euro až do dubna 2017. Po skončení intervencí koruna začala posilovat a v současnosti se pohybuje v okolí kurzu 26,5 Kč za euro. Období, kdy byl kvůli zásahům ČNB kurz eura téměř stabilní, umožňovalo podnikům obchodovat s ostatními zeměmi EU, aniž by hrozilo kurzové riziko. Nyní, když koruna posiluje, firmám se zhoršuje situace pro export.

3.1.4 Politické faktory

Současná politická situace v ČR je poněkud nejistá. Vláda České republiky je pod kontrolou středo-levé vládní koalice, kterou tvoří Česká strana sociálně-demokratická (ČSSD) pod vedením premiéra Bohuslava Sobotky, hnutí ANO pod vedením ministra financí magnáta Andreje Babiše, a Křesťanská a demokratická unie – Československá strana lidová (KDU-ČSL nebo též Lidovci) pod vedením Pavla Bělobrádka, který zastává pozici prvního místopředsedy vlády pro vědu a výzkum. Tato vláda však již brzy

dovládne, protože na podzim 2017 se uskuteční parlamentní volby, po kterých bude sestavena vláda nová. Podle současných předvolebních průzkumů to zatím vypadá, že by ve volbách mělo vyhrát hnutí ANO, nicméně to, jak bude vypadat nová vláda, se zatím nedá ani odhadovat.

Přestože, jádro výkonné moci je tradičně v rukou vlády, tak je vhodné se zmínit i o hlavě českého státu, prezidentovi Miloši Zemanovi. Prezident Zeman, který je prvním prezidentem zvoleným po zavedení přímé volby prezidenta republiky v ČR, totiž během svého funkčního období využívá svých pravomocí netradičním způsobem. Existují názory, že se ze své pozice snaží posilovat svůj vliv na českou politickou scénu. Jako příklad je zde situace z roku 2013, kdy po demisi premiéra předchozí vlády, prezident Zeman akceptoval demisi premiéra jako demisi celé vlády a jmenoval vládu odborníků pod vedením Jiřího Rusnoka. Značná část obyvatel České republiky vnímala tuto vládu jako „Vládu přátel Miloše Zemana“. Ačkoli tato vláda nezískala důvěru Poslanecké sněmovny, řídila zemi, až dokud nevzešla nová vláda z předčasných parlamentních voleb. Prezident Zeman často jedná v rozporu se zahraniční politikou ministerstva zahraničí, takže zatímco z pohledu vlády je Česká republika orientovaná spíše na západní Evropu a Spojené státy americké, tak z pohledu prezidenta se ČR orientuje na Rusko a Čínu. Funkční období prezidenta Zemana by mělo skončit na jaře roku 2018, kdy bude usilovat o znovuzvolení v prezidentských volbách. Pokud bude znovu zvolen, dá se očekávat, že jeho snaha o ovlivnění české politiky se bude dále stupňovat.

Jak již bylo zmíněno na počátku této podkapitoly, politická situace je nyní nejistá vzhledem k blížícím se parlamentním a prezidentským volbám, které by měly proběhnout v následujících měsících. Přestože nejsou v současnosti známé indicie o konkrétním nebezpečí pro podnik TSS v souvislosti s možnými výsledky těchto voleb, měl by podnik tuto situaci sledovat, aby nebyl zaskočen případnou prudkou změnou politického klimatu v České republice.

3.1.5 Technologické faktory

V oboru, v němž podnik TSS podniká, má podstatný význam technický a technologický pokrok. Současnost přináší neustálé změny v technologiích, díky neustálým inovacím a výzkumům. V takové době je pro podnik důležité řídit svůj vlastní inovační proces, a to hned z několika důvodů. Kromě zvýšení kvality zboží, která je jedním z nejdůležitějších hledisek hodnocení produktů v tomto oboru podnikání, mohou

inovace a nové technologie zefektivnit výrobu a tím ušetřit čas a náklady na výrobu a prodej. Ušetří se tak nejen čas, ale také prostředky vynaložené na méně efektivní výrobu, mzdové náklady spojené s dalšími pracovními silami. V neposlední řadě správné využití nových technologií představuje rozdíl mezi konkurenční výhodou a nevýhodou podniku.

Dominantní činností podniku je výroba modelů z hliníku, speciálního dřeva, plastů a polystyrenu. Už samotná škála používaných materiálů je ukázkou technologické vyspělosti podniku v této oblasti, protože i když je způsob výroby pro různé materiály obdobný, přesto vyžaduje adekvátně modifikované stroje a zařízení. Stejně tak i strojírenský obráběcí úsek a slévárna patří mezi technologicky náročné činnosti. Z tohoto důvodu je prioritou společnosti investovat do těchto technologií, aby v období ekonomického růstu udržela konkurenceschopnost.

Základní vizí podniku TSS je dostat v oblasti technologie podnik na takovou úroveň, aby se veškerou svou činností řadil mezi špičku a tím pádem aby získával více komplexních zakázek spojujících slévárnu, strojírnou i modelárnu.

3.1.6 Ekologické faktory

V současné době je ekologie a ochrana životního prostředí obzvlášť významným faktorem, který má vliv na činnost podniků ve většině moderních zemí. Tyto země vycházejí z moderních poznatků, že lidská průmyslová činnost a trendy jejího vývoje jsou zodpovědné za nepříznivé trendy v oblasti životního prostředí. Hlavním příkladem dnešní doby je tzv. globální oteplování způsobené nadměrnou produkcí skleníkových plynů. Přestože existují názory, pocházející zejména z průmyslově orientovaných zemí, které nesouhlasí s běžným výkladem globálního oteplování, přijaly země Evropské unie včetně České republiky za své odpovědnost za zachování současných podmínek pro život i do budoucna. Vzniklo proto mnoho nařízení, zákonů a směrnic, které musí podniky při své činnosti dodržovat. Mnoho z těchto změn a legislativních opatření pochází přímo z EU, kde byly na celoevropské úrovni zpřísněny některé limity emisí CO₂ vypouštěných do ovzduší, limity spotřebovávané energie při provozu společnosti, přísnější regulace modifikace potravin, pokusů na zvířatech, atd.

Kromě nadnárodních legislativních omezení z Evropské unie musí společnosti podnikající na našem území dodržovat hlavně také tuzemské zákony týkající se právě zachování životního prostředí. Mezi takovéto normy patří především zákon o ochraně ovzduší a zákon o životním prostředí. Další zákony, které mají vliv na tuto problematiku,

jsou zákon o vodním hospodářství, zákon o ochraně biodiverzity, zákon o odpadovém hospodářství aj.

Kromě zákonů a s nimi spojených sankcí existují také motivační programy a ocenění pro společnosti, které dbají o kvalitu životního prostředí nad rámec zákonem stanovených povinností. Jedním z příkladů je možnost získat certifikát ISO 14 001 za zavedení systému environmentálního managementu. Získání takového certifikátu zvyšuje prestiž společnosti a tím i její konkurenceschopnost, ale význam tohoto efektu se často liší podle oboru podnikání. Společnost usilující o toto ocenění musí zároveň prokázat plnění legislativních ekologických norem, jakými jsou zákony o ochraně životního prostředí, nakládání s odpady a další zákonné požadavky.

Podnik TSS není držitelem zmíněného certifikátu ISO 14 001, nicméně přesto zodpovědně přistupuje ke svým povinnostem a využívá moderního vybavení, aby nedošlo k překračování povolených emisí nebo k jiným prohřeškům proti zákonům. V posledních letech došlo v podniku k několika kontrolním měřením emisí a prašnosti, aniž by bylo nalezeno nějaké pochybení ze strany podniku. Podnik TSS se účastní projektu „Stromy pro život“, jehož principem je vysazování nových stromů při nákupu a spotřebě papíru. [13]

3.2 Určení relativního trhu

Následující část strategické analýzy je nezbytná pro předpověď budoucích tržeb podniku. V rámci klasifikace podnikových odvětví podle NACE byl tento podnik zařazen do kategorie C 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků. Následovat bude zdůvodnění této volby.

Z hlediska produktů firmy by se výběr odvětví C 25 mohl být sporný, protože ne všechny produkty firmy jsou z kovu, ale také ze speciálního dřeva a plastů. Odlišné materiály se používají hlavně při výrobě modelů, kde je více možností použitých materiálů. Nicméně v tomto případě je třeba uvážit charakter výroby. Používaná technika (CNC obráběcí stroje) v podniku vychází z výroby kovových modelů a až časem firma pořizovala obdobnou technologii pro zpracování jiných materiálů, které mohou být vhodnější pro jiné zákazníky v jiných podmínkách. Firma se v tomto případě při výrobě řídí účelem a přáním zákazníka. Tím pádem technologicky podnik při výrobě modelů do

řečeného odvětví spadá. Slévárenská činnost, kterou podnik rovněž provozuje, se běžně řadí spíše do odvětví C 24 (Výroba základních kovů, hutní zpracování kovů; slévárenství), nicméně objem této činnosti vyjádřený podílem na tržbách je v podniku TSS menšinový. Navíc jsou odlitky často ještě dál ve firmě zpracovávány a obráběny.

Odběratelé produktů firmy bývají hlavně jiné podniky a podnikatelé. Největší užitek pro výrobky firmy TSS pak nacházejí jiné výrobní firmy včetně automobilových závodů či výrobců lodí a letadel. Firma nicméně nabízí i produkty, které může využít i koncový spotřebitel, vliv tohoto prodeje na celkový objem tržeb lze považovat za minimální. Firma vzhledem ke své zákaznické struktuře operuje na domácím i zahraničním trhu.

Dalším důvodem pro zařazení podniku právě do odvětví C 25 je nápadná podobnost ve vývoji tržeb podniku a tohoto odvětví. To samo o sobě není dostatečným důkazem, nicméně pokud by se tržby podniku svým historickým vývojem diametrálně lišily od vývoje tržeb vybraného odvětví, byl by to důvod k tomu, aby oceňovatel výběr relevantního trhu firmy ještě zvážil. V tomto případě se však logická volba odvětví vzhledem k produkci a použitým technologiím právě touto podobností vývoje tržeb potvrzuje. Následující tabulka znázorňuje srovnání vývoje tržeb podniku a vybraného odvětví:

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony TSS	134 778	170 507	173 804	177 602	202 201	212 008
Index růstu TSS	-	1,27	1,02	1,02	1,14	1,05
Výkony C 25	72 385 213	81 942 303	85 610 238	90 661 568	92 763 152	94 883 526
Index růstu C25	-	1,13	1,04	1,06	1,02	1,02

Tabulka 7: Srovnání výkonů podniku TSS a odvětví C 25 podle NACE (Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku a finanční analýzy podnikové sféry [9,])

3.3 Porterův model pěti hybných sil

V rámci zpracování Porterova modelu bude zhodnocen vliv různých hybných sil na produkci podniku TSS.

3.3.1 Vliv konkurence

Konkurenční prostředí má na podnik TSS a jeho produkci rozhodně značný vliv. V tomto případě se však nejedná tolik o vliv ceny, která je pro většinu odběratelů firmy až druhořadé kritérium, ale o kvalitu. Aby podnik udržel své konkurenční výhody, potřebuje konkurenta předstihnout především v kvalitě nabízené produkce.

Mezi hlavní konkurenty podniku patří především podniky Slévárna a modelárna Nové Ransko s.r.o., SLÉVÁRNA, spol. s r.o. z Nového Města nad Metují a podnik UXA spol. s r.o. Tyto podniky jsou oproti analyzovanému podniku TSS ve výhodě v oblasti kvality odlitků ze slévárny, nicméně podnik TSS má naopak výhodu co se týče nejlépe vybavené modelárny a rovněž velice dobře vybavené strojírny. Aby mohl podnik do budoucna disponovat také konkurenceschopnou slévárnou, bude muset investovat do modernějších technologií, aby se kvalitou a jakostí vyrovnal své konkurenci a nepřicházel tak o velkou část potenciálních tržeb.

3.3.2 Vliv dodavatelů

Firma vyrábí své výrobky z celé řady materiálů. Od materiálu pro zhotovení odlitků (šedé litiny a litiny barevných kovů) až po polystyren, Al slitiny, technické dřevo a speciální pryskyřice pro zhotovování modelů a forem. Ačkoli tento druh materiálu nabízí více dodavatelů, ne každý z nich odpovídá požadovaným nárokům na kvalitu. Největší dodavatelé firmy, co se objemu dodávek týče, jsou slévárny Ernst Leopold s.r.o., Slévárna Kuřim a.s. a rakouská slévárna Pinczolitisch GmbH.

Přirozeným zájmem podniku je tedy udržovat dobré vztahy se svými dodavateli, ale zároveň mít připravené alternativy pro případ, že by bylo potřeba některého z dodavatelů opustit. Přímé ohrožení výroby následkem obstrukcí či úplné ztráty jednoho z dodavatelů, ale tak vysoké není.

3.3.3 Vliv odběratelů

Odběratelská struktura analyzovaného podniku TSS se skládá z celé řady subjektů. Mezi nimi jsou firmy, které zakázky zadávají pravidelně, i takové, které objednávají jednorázově či příležitostně. Firma pravidelně využívá svých obchodních zástupců k aktivnímu vyhledávání nových zákazníků, stejně jako k péči o stálé klienty. Díky tomu se podniku i v období ekonomické krize dařilo sehnat dostatek zakázek a nedošlo tak k významnému omezování provozu, ke kterému byla donucena celá řada firem v regionu. Přestože pochopitelně někteří odběratelé jsou pro firmu cennější než druzí, firma nijak dramaticky netratí, pokud by ztratila jednoho z nich. Nejvýznamnějšími odběrateli v poslední době jsou slovenská firma ToMaC, firma Matador industries a.s. a firma PCC MORAVA - CHEM s.r.o.

Samotní odběratelé mají většinou zájem hlavně na kvalitě produkce, rychlosti vyřízení objednávky v neposlední řadě také na doplňkovém servisu. Pokud se podnik snaží o získání nového důležitého zákazníka, tak se mu přirozeně snaží v jeho požadavcích vyjít vstříc, ale nedá se říct, že by takový zákazník měl možnost si plně diktovat podmínky a cenu. Firma není existenčně závislá na žádném konkrétním zákazníkovi, a z toho důvodu větší vliv než samotní odběratelé má konkurence, které může firmu připravit o větší množství odběratelů najednou.

3.3.4 Dostupnost substitutů

Podnik TSS se nezabývá sériovou výrobou, ale zakázkovou výrobou s ohledem na přání a potřeby zákazníka. Z tohoto důvodu také firma nabízí celou řadu postupů a materiálů, které se dají považovat v určitých případech za vzájemné substituty, aby pokryla co nejširší spektrum potřeb zákazníka. Je proto velmi obtížné až nemožné určit optimální substituční produkt pro veškerou produkci této firmy, který by zároveň splňoval cenové a kvalitativní požadavky, ačkoli se dá předpokládat, že část zákazníků firmy může mít svou individuální možnost substituce, která ovlivňuje jejich rozhodování. Kdyby se nicméně takový produkt objevil, musel by podnik TSS stejně jako ostatní firmy v oboru kovovýroby svoji produkci kvalitativně či cenově přizpůsobit, aby nový substitut předčila. Pokud by to nebylo možné, tak by podniky měly učinit kroky, aby daný substituční produkt mohly samy nabízet.

3.3.5 Bariéry vstupu na trh

Podnik TSS je mimořádně kapitálově náročný. Všechny aspekty podnikové činnosti vyžadují vybavení náročnými technologickými zařízeními, které musí obsluhovat kompetentní výkonný personál. Jedním ze způsobů, jak se dívat na bariéry vstupu na trh, je objem potřebné počáteční investice a její návratnost. Samotná počáteční investice, ať jakkoli velká v absolutních číslech, nezabrání všem potenciální firmám, aby na trh vstoupily. Podnikatelé si mohou chybějící kapitál půjčit nebo se mohou spojit a založit podnik společně. To, co je potom skutečnou překážkou, je nízká návratnost takovéto investice v porovnání s jinými možnostmi investování.

Jiným velmi dobrým ukazatelem pro účely stanovení bariér vstupu na trh je rozdíl průměrné rentability vlastního kapitálu společností působících v daném odvětví (ROE) a alternativních nákladů na vlastní kapitál (r_e) v tomto odvětví podle klasifikace NACE. Tomuto ukazateli se rovněž říká „spread odvětví“:

$$\text{Spread odvětví} = \text{ROE} - r_e$$

Obecně platí, že čím je kladná hodnota tohoto ukazatele vyšší, tím je toto odvětví pro potencionální nové subjekty na trhu lákavější. Pokud však nové podniky na takový trh vstupují, má to často za následek pokles hodnoty spreadu, protože nová konkurence tradičně snižuje rentabilitu ostatních firem díky principům standardního konkurenčního boje.

Hodnocení spreadu pro obor podnikání podniku TSS bude zobrazeno v následující tabulce, přičemž oborové hodnoty pocházejí z výše určeného relevantního trhu - odvětví C 25 podle NACE:

Bariéry vstupu	2011	2012	2013	2014	2015
RoE (C25)	-0,21%	13,47%	11,38%	17,06%	15,33%
r_e (C25)	14,17%	13,86%	13,90%	11,24%	9,6%
Spread (C 25)	-14,38%	-0,39	-2,52%	5,82%	5,73%

Tabulka 8: Hodnocení bariér vstupu v rámci odvětví C 25 podle NACE (zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z FAPS [8])

Z tabulky je vidět, jak se situace v oboru C 25 (Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení) od roku 2011 zlepšuje. Původně mělo odvětví po krizi zápornou rentabilitu vlastního kapitálu a vysoké náklady vlastního

kapitálu. Od té doby však dosahovaná rentabilita vzrostla a náklady kapitálu se naopak snížily. V letech 2014 a 2015, již měl spread tohoto odvětví kladnou hodnotu, ale navzdory tomu není obor ještě tak lákavý jako jiná odvětví, která dosahují mnohem vyšší hodnoty spreadu.

Zatím tedy podniku TSS nehrozí akutní nebezpečí nástupu nové konkurence vzhledem k tomu, že požadované vstupní investice jsou vysoké a ekonomický zisk je pro nové firmy poměrně nízký.

3.4 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku

K analýze vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku TSS byla využita analýza přes přímé a nepřímé faktory konkurenční síly, kterou doporučuje profesor Mařík. Před samotným zhodnocením výsledků této analýzy bude nejdříve rozebrán samotný výběr přímých a nepřímých faktorů včetně přiřazených vah těchto faktorů. Celá tato část strategické analýzy vychází z analyzování faktického prostředí v podniku TSS a z pohovorů se spoluhlajitelkou a finanční ředitelkou podniku v jedné osobě, Karolínou Charouskovou Třeškovou. Následuje výčet použitých faktorů, následován podrobnějším odůvodněním jejich použití:

Přímé faktory:

1. Kvalita výrobků
2. Technická úroveň výrobků
3. Kvalita zboží
4. Cenová úroveň
5. Intenzita reklamy
6. Výhody místa
7. Výhody distribuce
8. Image firmy
9. Servis a služby

Nepřímé faktory:

1. Kvalita managementu

2. Stav výkonového personálu
3. Inovační síla
4. Stav dlouhodobého majetku

Všechny tyto faktory doporučuje prof. Mařík použít v případě, že je třeba určit konkurenční sílu výrobního podniku. Proto při analýze podniku TSS, který je výrobním podnikem, byly faktory, které prof. Mařík doporučil, vybrány jako výchozí a jejich volba pak byla potvrzována konfrontací s realitou v podniku TSS. Následkem tohoto srovnání pak byly faktorům přiřazeny váhy od jedné do tří s tím, že tři značí nejvyšší význam a jedna nejnižší význam.

Kvalita výrobků, technická úroveň výrobků a kvalita zboží jsou nejen relevantní, ale přímo jedny z rozhodujících faktorů. Splňovat ty nejvyšší standardy kvality výroby je pro podnik jedním z hlavních cílů, který je provázán s podnikovou vizí i strategií. Proto mají tyto faktory nejvyšší váhu 3 s výjimkou kvality zboží, která má nižší váhu 2 kvůli tomu, že objem prodaného zboží oproti vlastní výrobě je nízký.

Cenová úroveň je faktorem, který má jistou formu relevance v úplně každém oboru podnikání, nicméně jsou obory, kdy cena je faktorem, na který se odběratel dívá až jako na poslední kritérium pro své rozhodnutí, kterého dodavatele si vybere. Toto samozřejmě platí tehdy, dokud jsou ceny produktů férové, tj. nejsou předražené. Vzhledem k tomu je o to důležitějším faktorem „*intenzita reklamy*“. Pokud podnik dokáže „prodat“ dobré vlastnosti svého podniku a firemních produktů lépe než konkurent, tak snáze získá zakázku, i když má konkurent lepší cenu. Cenová úroveň má proto přiřazenou váhu 1 a intenzita reklamy má přiřazenou váhu 2.

Faktor „*výhody místa*“, který je sice relevantní, ale z pohledu konkurenční síly není nijak rozhodující. Pokud jsou splněny jisté minimální požadavky, kterými v tomto případě jsou bezproblémový přístup nákladní dopravy a zázemí průmyslové zóny, tak ostatní výhody z dobrého umístění jsou jistě pozitivní ale ne nezbytné. Větší význam ale mají kvalitní distribuční cesty, které zastupuje faktor „*výhody distribuce*“. Vzhledem k tomu, že zákazníkem v tomto oboru ve většině případů bývá jiný podnik, kterému záleží na rychlosti vyřízení objednávek, tak tomuto faktoru byla přiřazena váha 2.

Faktory „*image firmy*“ a „*servis a služby*“ mají oba dva přiřazený váhu 2. Oba tyto faktory mají podstatný význam, ale je třeba pamatovat na to, že jsou to pořád hlavně podpůrné prvky, které mají upevnit již navázané obchodní partnerství, případně pomoci

získat nové zákazníky. Nicméně nemohou svým vlivem dlouhodobě zastoupit nebo překrýt případnou neodpovídající kvalitu výroby.

Všichni zástupci nepřímých faktorů mají na konkurenční sílu podstatný vliv. Nejdůležitějším z nich je ukazatel *Kvalita managementu*, disponující vahou 3. Potřeba kvalitního vedení je v dnešní době čím dál tím víc zřejmá. Podnik bez kvalitního a dobře organizovaného vedení může být v nevýhodě oproti konkurenci i za předpokladu, že by měl jinak potenciál dosáhnout srovnatelné kvality produkce.

Význam faktoru „*Stav výkonového personálu*“, který zkoumá zaměstnanecké poměry v podniku, je v současnosti o méně významný, než býval dříve, přesto je však pořád velmi důležitý. V dnešní době, kdy je zaměstnanost rekordně vysoká je obzvlášť pro výrobní firmy obtížné shánět nové zaměstnance. Podniky, které i přesto usilují o další rozšiřování, pro které zaměstnance potřebují, se proto často musejí přizpůsobit a význam tohoto faktoru proto lehce poklesl. V této práci byla tomuto faktoru přiřazena váha 2.

Inovační síla je faktorem, kterému se odpovídající váha přiřazuje obtížně. Přestože se nedá určitě říci, jak velkou konkurenční výhodu mohou inovace představovat, rozhodně se nedá říct, že by inovační úsilí jakéhokoli podniku bylo nevýznamné. Protože však nedostatky pramenící z nedostatečného inovačního úsilí lze částečně kompenzovat, pokud podnik zvládá pružně reagovat na nové poznatky a objevy, které se vztahují na firemní obor. Faktoru je proto přiřazena váha 2, která, této charakteristice odpovídá. [19]

Posledním faktorem analýzy konkurenční síly je *stav dlouhodobého majetku*. Tento faktor má váhu 3, protože výroba modelů, strojírenství i slévárenství jsou činnosti, které jsou náročné vzhledem k potřebě dlouhodobého majetku. Pokud by podnik v takovém oboru zanedbal investice do udržování a rozšiřování svého svých strojů a výrobních prostor, tak konkurent, který tak učiní, bude mít proti němu významnou konkurenční výhodu.

Nyní, když byly všechny faktory představeny a odůvodněny, je možné přistoupit k tabulkám, které vyhodnocují stav nepřímých faktorů firmy. Na závěr pak bude vyhodnocena konečná tabulka zhodnocující konkurenční sílu podniku.

Jako první bude vyhodnocen faktor „Kvalita managementu“:

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
Schopnost tvořit vize	Žádné							X	Jasná vize
Schopnost tvořit strategie	Žádné							X	Jasná strategie
Schopnost prognózovat	Špatná				X				Mimořádně dobrá
Schopnost ocenit rizika	Přílišný optimizmus				X				Realistické pohledy
Plánování běžné činnosti	Žádné					X			Pravidelné, obsáhlé
Styl vedení	Nejasné kompetence, přetížené vedení							X	Jasně kompetence
Osobní kvalifikace	Nedostatečná							X	Vysoce kvalifikovaný
Schopnost se učit	Ztrnulost v minulosti						X		Vysoká, zájem o nové
Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování							X	Rychle nalézá řešení
Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost			X					Zvládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	1	2	1	1	5	Celkem
Body X četnost		0	0	2	6	4	5	30	47

Tabulka 9: Vyhodnocení kvality managementu podniku TSS (Zdroj vlastní zpracování podle návodu prof. Mařika [1])

Podnik si stojí, co se kvality managementu týče, docela dobře. Podnikový management dosáhl průměrného hodnocení 4,7 (při dosažení 47 bodů z 60 možných). Management má jasně danou vizi budoucnosti podniku a stanovil strategii pro její naplňování. Všichni manažerští pracovníci mají jasně dané kompetence a mají adekvátní kvalifikaci pro svou činnost. Management se rozhoduje rychle, ale ne zbrkle, pokud nemá dostatek informací odpovídající závažnosti daného rozhodnutí. Nedostatkem je v tomto ohledu hlavně nevyváženost technických a ekonomických hledisek, kdy část firemního managementu rozumí hlavně ekonomickým a část hlavně technickým hlediskům. Vedení podniku se snaží tento nedostatek kompenzovat aktivní podporou komunikace mezi těmito spíše jednostranně zaměřenými vedoucími pracovníky, aby nedocházelo ke ztrátám důležitých poznatků z obou stran.

Následuje tabulka vyhodnocující faktor „Stav výkonového personálu“:

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
A) Kvalifikace a fluktuace									
Závislost na specifických odbornostech	Vysoká						X		Nízká
Kvalifikace personálu	Nedostatečná				X				Potřebná kvalifikace
Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoké, podnik tomu nevěnuje pozornost				X				Nízké, podnik řídí klíčové pozice
B) Klima v podniku									
Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost					X			Spokojenost, důvěra v budoucnost
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota					X			Iniciativa, ochota převzít odpovědnost
C) Osobní náklady									
Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita							X	Náklady se vyvíjejí přiměřeně
Náklady na školení	Minimální				X				Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	0	0	3	2	1	1	Celkem
Body X četnost		0	0	0	9	8	5	6	28

Tabulka 10: Vyhodnocení stavu výkonového personálu podniku TSS (Zdroj: vlastní zpracování podle návodu prof. Mařika [1])

Stav výkonového personálu dopadl pro firmu také poměrně dobře. Přestože je situace ohledně zaměstnanců vzhledem k běžným potížím sehnat nové pracovníky, normálně nepříznivá, podniku TSS se daří se přizpůsobit. Díky propracovanému systému zaškolování nových zaměstnanců podnik snížil své nároky na nové zaměstnance a může tak přijímat i ty, kteří postrádají odborné vzdělání, vyučení či praxi. Jediné, co je od nových pracovníků požadováno, je ochota se učit, pečlivost a spolehlivost. Vzhledem k tomu se však zvýšilo nebezpečí poškození podniku z titulu ztráty klíčových zaměstnanců, hlavně vedoucích dílčích úseků. Firma se snaží tyto klíčové zaměstnance finančně motivovat, aby riziko snížila. Přestože obecně je klima v podniku pozitivní, vedení firmy si všimlo občasné hořkosti mezi zaměstnanci různých středisek. Firma pracuje na zlepšení této situace a usiluje o stmelení všech zaměstnanců. Za tímto účelem například uspořádala nedávno celopodnikový ples. Firma má optimálně zvládnuté osobní náklady, nicméně co se nákladů na školení zaměstnanců týče, existuje ještě prostor pro zlepšení. V oblasti výkonového personálu má tedy podnik průměrnou známku 4 (získal 28 bodů ze 42 možných).

Následuje tabulka hodnotící faktor „Inovační síla“:

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
A) Inovační síla									
Množství registrovaných práv	Malé množství, žádné nové poslední dobou	X							Vysoké množství, pravidelně nové
Podíl na nových produktech na trhu	Žádný, minimální podíl	X							Nadprůměrný podíl
Podíl nových produktů na tržbách	Nízký	X							Vysoký
Využití informací z reklamací	Nejsou využívány						X		Propracovaný systém využití
B) Organizace výzkumu a vývoje									
Motivace pracovníků na inovacích	žádný motivační systém						X		propracovaný motivační systém
Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum, improvizované řízení	X							Jasně cíle, vazby s marketingem
Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nízký podíl	X							Nadprůměrný podíl
Četnost bodů		5	0	0	0	0	2	0	Celkem
Body X četnost		0	0	0	0	0	10	0	10

Tabulka 11: Vyhodnocení Inovační síly podniku TSS (Zdroj: vlastní zpracování podle návodu prof. Maříka [1])

Inovační síla rozhodně nevyšla jako silná stránka oceňovaného podniku TSS. Podnik ve své činnosti nepočítá s výzkumnými pracemi, neregistruje nová obchodní práva a nemá žádný podíl na nových produktech na trhu. Na druhou stranu se firma alespoň aktivně snaží využívat informace z reklamací, což v dlouhodobém hledisku může přinést nějakou novou myšlenku. Firma rovněž deklaruje podporu svým zaměstnancům v případě, že by některý z nich přišel s novou myšlenkou či nápadem, které by vedly k vylepšení a inovacím firemní produkce. Nicméně navzdory těmto snahám je průměrný bodový zisk podniku po zaokrouhlení pouze 1 (10 bodů ze 70).

Posledním nepřímým faktorem zůstává „stav dlouhodobého majetku“, jehož hodnocení je v následující tabulce:

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
Přiměřenost kapacit	Nedostatečné, nebo nevyužité					X			Optimálně využitá kapacita
Technická úroveň DM	Velmi zastaralý DM							X	Modernější vybavení než konkurence
Stav údržby DM	Nedostatečná, zanedbanost							X	Pečlivá údržba
Fundovanost posuzování investic	Rozhodování "od oka"							X	Standardní hodnocení investic
Investiční controlling	Žádné prvky controllingu				X				Průběžná kontrola a zpětné hodnocení
Přiměřenost investic	Nedostatečná investiční činnost						X		Investice přiměřené konkrétní situaci
Četnost bodů		0	0	0	1	1	1	3	Celkem
Body X četnost		0	0	0	3	4	5	18	30

Tabulka 12: Vyhodnocení stavu dlouhodobého majetku firmy TSS (zdroj: vlastní zpracování podle návodu prof. Maříka [1])

Stav dlouhodobého majetku vyšel z tabulky jako pozitivní s tím, že průměrné bodové hodnocení je 5 (30 bodů z 36 možných). Nejvíce k tomuto stavu přispělo to, že firma má špičkové vybavení v klíčových oblastech podniku. Kromě toho také firma pečlivě dbá o údržbu tohoto majetku. Kromě toho že všichni zaměstnanci provádějí základní prvky údržby na strojích, se kterými pracují, tak má firma zavedeny několika členy oddíl údržbářů, kteří zajišťují perfektní stav dlouhodobého majetku. Dalším velmi pozitivním prvkem je, že firma zodpovědně a pečlivě přistupuje k posuzování možných investičních projektů. Co by zde firma mohla ještě zlepšit, je zpětná kontrola investic, která ve firmě nyní probíhá nepravidelně a bez zavedeného systému.

Po zhodnocení nepřímých faktorů je možné přistoupit ke konečnému ohodnocení konkurenční síly podniku TSS:

Kritérium	váha	Hodnocení								body	Body*váha
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory											
Kvalita výrobků	3						X		5	15	
Technická úroveň výrobků	3						X		5	15	
Kvalita zboží	2					X			4	8	
Cenová úroveň	1			X					2	2	
Intenzita reklamy	2						X		5	10	
Výhody místa	1			X					2	2	
Výhody distribuce	2			X					2	4	
Image firmy	2				X				3	6	
Servis a služby	2					X			4	8	
Nepřímé faktory											
Kvalita managementu	3						X		5	15	
Stav výkonového personálu	2					X			4	8	
Inovační síla	2		X						1	2	
Stav dlouhodobého majetku	3						X		5	15	
Celkové hodnocení	28										110

Tabulka 13: Vyhodnocení konkurenční síly podniku TSS (zdroj: vlastní zpracování podle návodu prof. Maříka [1])

Podnik TSS v celkovém hodnocení výhod a nevýhod podniku v oblastech přímých i nepřímých faktorů dosáhl podnik 110 bodů. Vzhledem k rozdělení vah bylo maximální možné bodové ohodnocení 168 bodů. Dosažený výsledek tedy odpovídá přibližně 65,5% „úspěšnosti“. Podnik TSS tedy lehce přesáhl středové pásmo 40-60%, které by odpovídalo zachování současného podílu na trhu. Podnik tedy disponuje jistou konkurenční výhodou, která do budoucna povede k pozvolnému zvyšování tohoto tržního podílu.

4 Finanční analýza

Tato část práce se zabývá finanční analýzou podniku, která poskytne další informace o finančním zdraví analyzovaného podnikatelského subjektu. Nejprve budou představeny výsledky analýzy stavových ukazatelů a poté výsledky analýzy poměrových ukazatelů, především ukazatelů likvidity, rentability, zadluženosti a aktivity, jejichž význam byl již řečen v teoretické části této práce. Doplňující informace o stavu podniku nakonec poskytne analýza bankrotních a bonitních modelů. Finanční analýza je pro účely této práce zpracována za období 2011-2015, tj. v pětiletém období předcházejícím datum ocenění. [1;27]

4.1 Analýza stavových ukazatelů

V této kapitole budou zhodnoceny stavy jednotlivých položek výkazů podniku a jejich vývoj. Následovat budou tabulky vytvořené ve výpočtovém souboru, který je v příloze této práce. K tabulkám bude uveden stručný komentář metodiky výpočtu a poté interpretace výsledků této analýzy. U horizontální analýzy budou interpretovány obě varianty (absolutní a poměrová) současně s ohledem na to, že se informačně doplňují. Vzhledem k tomu, že horizontální analýza znázorňuje změny stavových ukazatelů, nejsou v následujících tabulkách zahrnuty položky rozvahy a výsledovky, které jsou v celém sledovaném období nulové. Významné položky, které nejsou nulové ve výkazech, ale ve sledovaném období se nemění, jsou zahrnuty v příslušných součtových řádcích. Při poměrové variantě horizontální analýzy jsou v tabulce proškrtnuta políčka představující situaci, kdy je hodnota ukazatele v předchozím období nulová.

4.1.1 Analýza aktiv

Horizontální analýza - AKTIVA	Účetní období				
b	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	19 916	12 275	546	27 586	22 580
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	-570	17 559	16 325	864	-5 254
Dlouhodobý nehmotný majetek	6	447	542	-199	406
Dlouhodobý hmotný majetek	-576	17 112	15 783	1 063	-5 660
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	20 547	-5 479	-16 663	27 594	27 844
Zásoby	658	1 700	-4 103	2 899	-2 083
Materiál	2 626	-1 173	-1 588	-136	461
Nedokončená výroba a polotovary	-2 397	3 424	-2 010	1 557	-1 053
Výrobky	159	-176	-356	7	-109
Zboží	270	-375	-149	1 471	-1 382
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	4 824	-6 630	3 317	4 468	-4 349
Krátkodobý finanční majetek	15 065	-549	-15 877	20 227	34 276
Časové rozlišení	-61	195	884	-872	-10

Tabulka 14: Horizontální analýza Aktiv - absolutní hodnoty (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Vertikální analýza - AKTIVA	Účetní období				
b	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	24,98%	36,35%	48,94%	40,82%	32,70%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,37%	0,69%	1,11%	0,79%	0,91%
Dlouhodobý hmotný majetek	24,60%	35,66%	47,83%	40,03%	31,79%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	74,93%	63,42%	50,14%	58,98%	67,13%
Zásoby	16,96%	16,66%	13,38%	12,87%	10,07%
Dlouhodobé pohledávky	0,08%	0,08%	0,07%	0,06%	0,05%
Krátkodobé pohledávky	33,46%	25,04%	27,52%	25,51%	19,84%
Krátkodobý finanční majetek	24,43%	21,65%	9,16%	20,53%	37,16%
***	*	*	*	*	*
časové rozlišení	0,09%	0,23%	0,92%	0,20%	0,17%
Bilanční suma	115233	127508	128054	155640	178220

Tabulka 15: Vertikální analýza aktiv (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Horizontální analýza - AKTIVA	Účetní období				
b	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	20,89%	10,65%	0,43%	21,54%	14,51%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	-	-	-	-	-
Dlouhodobý majetek	-1,94%	61,00%	35,23%	1,38%	-8,27%
Dlouhodobý nehmotný majetek	1,41%	103,47%	61,66%	-14,00%	33,22%
Dlouhodobý hmotný majetek	-1,99%	60,36%	34,72%	1,74%	-9,08%
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	-
Oběžná aktiva	31,23%	-6,35%	-20,61%	42,98%	30,33%
Zásoby	3,48%	8,70%	-19,32%	16,91%	-10,40%
Materiál	26,00%	-9,22%	-13,75%	-1,36%	4,69%
Nedokončená výroba a polotovary	-30,25%	61,96%	-22,46%	22,44%	-12,39%
Výrobky	31,86%	-26,75%	-73,86%	5,56%	-81,95%
Zboží	74,59%	-59,34%	-57,98%	1362,04%	-87,52%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	14,30%	-17,20%	10,39%	12,68%	-10,95%
Krátkodobý finanční majetek	115,10%	-1,95%	-57,51%	172,47%	107,26%
časové rozlišení	-37,20%	189,32%	296,64%	-73,77%	-3,23%

Tabulka 16: Horizontální analýza aktiv - poměrové vyjádření vzhledem k předchozímu roku (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Z analýzy aktiv firmy TSS, spol. s r.o. lze vyvodit několik důležitých skutečností. V prvé řadě je vhodné upozornit na poměr dlouhodobého (DM) a oběžného (OA) majetku, který je dobře patrný z Vertikální analýzy. Zatímco na počátku sledovaného období byl tento poměr přibližně 1:3 (cca 25% dlouhodobého majetku X cca 75% oběžného majetku), v průběhu období se tento poměr změnil nejprve až skoro k poměru 1:1 (cca 49% DHM ku cca 50% OA) v roce 2013 a poté postupně opět začal převládat objem oběžného majetku s tím, že na konci sledovaného období byl poměr přibližně 1:2 (cca 33% DHM ku cca 67% OA).

Při bližším zkoumání příčin tohoto vývoje pomocí podrobnější horizontální analýzy je možné vidět, že v podniku byla provedena poměrně velká investice do dlouhodobého majetku, konkrétně do strojů a výrobních zařízení. Netto hodnota této investice byla okolo 6,5 mil korun v oblasti staveb a přibližně 23,6 milionu korun do strojů a výrobních zařízení. Tato investice byla připravována již v roce 2012 vzhledem ke kladným přírůstkům položek „nedokončený dlouhodobý majetek“ a „Poskytnuté zálohy na

dlouhodobý hmotný majetek“. Tyto položky jsou spojeny právě s probíhající investicí a v roce 2013, kdy byla investice uvedena do provozu, jejich hodnoty opět výrazně klesly.

Zároveň při podrobnější analýze oběžného majetku lze nalézt indicie, že tato investice byla financována do značné míry z peněz uložených na běžném účtu, které v období uvedení investice do provozu klesly, zatímco v ostatních obdobích rostou poměrně značným tempem. Ke konci období je možné vidět vliv opotřebení dlouhodobého majetku a značný nárůst oběžného majetku z velké části právě díky peněžním prostředkům, které od roku 2013 rostly každým rokem v řádech desítek milionů korun. Ostatní skupiny oběžného majetku (zásoby a pohledávky) během sledovaného období v absolutních hodnotách kolísají, ale vzhledem k bilanční sumě jejich podíl na podnikovém majetku postupně klesá.

4.1.2 Analýza pasiv

Horizontální analýza - PASIVA		Účetní období				
b						
		2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM		19 916	12 275	546	27 586	22 580
Vlastní kapitál		18 989	12 676	-1 153	26 252	31 064
Základní kapitál		0	0	0	0	0
Kapitálové fondy		-60	60	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní		-49	29	-35	83	43
Výsledek hospodaření minulých let		8 706	13 544	82	16 430	26 543
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)		10 392	-957	-1 200	9 739	4 478
Cizí zdroje		343	735	1 440	1 343	-8 721
Dlouhodobé závazky		687	33	896	-1 713	379
Krátkodobé závazky		2 656	702	544	3 056	-9 100
Bankovní úvěry a výpomoci		-3 000	0	0	0	0
Časové rozlišení		584	-1 136	259	-9	237

Tabulka 17: Horizontální analýza pasiv - absolutní hodnoty (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Horizontální analýza - PASIVA	Účetní období				
b	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	20,89%	10,65%	0,43%	21,54%	14,51%
Vlastní kapitál	33,40%	16,71%	-1,30%	30,05%	27,34%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	-	-100,00%	-	-	-
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	-42,61%	43,94%	-36,84%	138,33%	30,07%
Výsledek hospodaření minulých let	18,26%	24,02%	0,12%	23,47%	30,71%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	118,51%	-4,99%	-6,59%	57,27%	16,74%
Cizí zdroje	0,91%	1,93%	3,71%	3,34%	-20,98%
Dlouhodobé závazky	6,19%	0,28%	7,58%	-13,48%	3,45%
Krátkodobé závazky	11,24%	2,67%	2,02%	11,10%	-29,76%
Bankovní úvěry a výpomoci	-100,00%	-	-	-	-
Časové rozlišení	78,49%	-85,54%	134,90%	-2,00%	53,62%

Tabulka 18: Horizontální analýza pasiv - poměrové vyjádření vzhledem k předchozímu roku (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Vertikální analýza - PASIVA	Účetní období				
	2011	2012	2013	2014	2015
Vlastní kapitál	65,82%	69,43%	68,23%	73,00%	81,19%
Základní kapitál	0,26%	0,24%	0,23%	0,19%	0,17%
Kapitálové fondy	-0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní fondy + ostatní fondy	0,06%	0,07%	0,05%	0,09%	0,10%
Výsledek hospodaření minulých let	48,93%	54,84%	54,67%	55,54%	63,39%
VH běžné období	16,63%	14,28%	13,28%	17,18%	17,52%
Cizí zdroje	33,03%	30,42%	31,42%	26,71%	18,43%
Rezervy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé závazky	10,22%	9,26%	9,92%	7,07%	6,38%
Krátkodobé závazky	22,80%	21,16%	21,49%	19,65%	12,05%
Bankovní úvěry a výpomoci	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
***	*	*	*	*	*
Časové rozlišení	1,15%	0,15%	0,35%	0,28%	0,38%
Bilanční suma	115 233	127 508	128 054	155 640	178 220

Tabulka 19: Vertikální analýza pasiv (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Z analýzy zdrojů financování lze doplnit informace získané v analýze majetku. Předtím je však vhodné shrnout základní fakta. Během sledovaného období je možné

sledovat nárůst podílu vlastního kapitálu na celkových pasivech. Konkrétně je to způsobeno nárůstem kumulovaného výsledku hospodaření zastoupeného ukazatelem „Výsledek hospodaření minulých let“. Kumulovaný zisk firmy narůstal v celém sledovaném období podniku kromě roku 2013. Vzhledem k tomu že v hospodářském výsledku běžného období nedošlo v roce 2012 k dramatickým výkyvům, dá se předpokládat, že si vlastníci podniku značnou část zisku z tohoto roku rozdělili. Od té doby však díky kumulovanému zisku podíl vlastního kapitálu dál rostl až do situace v roce 2015, kdy byl podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech 81,19%.

Cizí kapitál firmy tvoří krátkodobé a dlouhodobé závazky. Podnik ve sledovaném období nemá ve výročních zprávách evidovány žádné úvěry. V horizontální analýze je však možné vidět, že ještě na konci roku 2010 firma měla krátkodobý úvěr 3 mil. korun, který během roku splatila. Je tedy možné, že firma využívá krátkodobých úvěrů, které jsou vždy splaceny před koncem roku, a tedy jejich existenci ze samotné analýzy pasiv není možné zjistit. Nicméně je jasné, že firma nemá žádné dlouhodobé úvěry a není vidět, že by firma navýšila svoje cizí zdroje v reakci na rozsáhlou investici do dlouhodobého majetku v letech 2012-2013, která byla patrná z analýzy aktiv. Z těchto informací je možné odvodit, že podnik tuto investici financoval z vlastních zdrojů.

4.1.3 Analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza - Výkaz zisku a ztráty	Účetní období				
	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	-1 322	20 090	-10 910	9 364	-3 758
Náklady vynaložené na prodané zboží	-1 281	18 962	-10 168	7 079	-2 112
Obchodní marže	-41	1 128	-742	2 285	-1 646
Výkony	35 728	3 297	3 798	24 599	9 807
Výkonová spotřeba	15 056	2 457	1 872	4 627	-6 528
Přidaná hodnota	20 631	1 968	1 184	22 257	14 689
Osobní náklady	6 794	6 423	2 863	2 706	4 412
Daně a poplatky	-81	115	-7	-12	182
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-369	-2 170	2 459	2 832	995
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-145	2 452	-2 123	320	3 581
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-76	183	-112	-65	3 017
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-996	365	-790	534	-1 510
Ostatní provozní výnosy	-752	190	2 108	-2 314	85

Ostatní provozní náklady	2 586	-1 275	641	986	4 065
Provozní výsledek hospodaření	11 876	969	-3 885	13 282	7 194
Finanční výsledek hospodaření	1 494	-1 843	1 857	-1 114	-1 526
Daň z příjmů za běžnou činnost	2 917	70	-817	2 437	1 179
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	10 453	-944	-1 211	9 731	4 489
Mimořádné výnosy	-19	-27	1	8	-9
Mimořádné náklady	2	-19	-5	-1	0
Mimořádný výsledek hospodaření	-21	-8	6	9	-9
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	10 432	-952	-1 205	9 740	4480
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	13 349	-882	-2 022	12 177	5659

Tabulka 20: Horizontální analýza výsledovky – absolutní čísla (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Horizontální analýza - Výkaz zisku a ztráty	Účetní období				
	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní marže	-1,37%	38,11%	-18,15%	68,29%	-29,23%
Výkony	26,51%	1,93%	2,19%	13,85%	4,85%
Výkonová spotřeba	24,31%	3,19%	2,36%	5,69%	-7,60%
Přidaná hodnota	27,20%	2,04%	1,20%	22,34%	12,05%
Osobní náklady	12,29%	10,35%	4,18%	3,79%	5,96%
Daně a poplatky	-22,25%	40,64%	-1,76%	-3,07%	48,02%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-6,13%	-38,39%	70,60%	47,66%	11,34%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-35,37%	925,28%	-78,14%	53,87%	391,79%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-96,20%	6100,00%	-60,22%	-87,84%	33522,22%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-139,89%	-128,52%	-975,31%	-75,32%	862,86%
Ostatní provozní výnosy	-36,83%	14,73%	142,43%	-64,49%	6,67%
Ostatní provozní náklady	65,82%	-19,57%	12,23%	16,77%	59,20%
Provozní výsledek hospodaření	99,62%	4,07%	-15,69%	63,61%	21,06%
Finanční výsledek hospodaření	-83,65%	631,16%	-86,98%	400,72%	109,63%
Daň z příjmů za běžnou činnost	204,13%	1,61%	-18,50%	67,71%	19,53%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	120,07%	-4,93%	-6,65%	57,23%	16,79%
Mimořádné výnosy	-41,30%	-100,00%	-	800,00%	-100,00%
Mimořádné náklady	8,70%	-76,00%	-83,33%	-100,00%	-
Mimořádný výsledek hospodaření	-91,30%	-400,00%	-100,00%	-	-100,00%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	119,51%	-4,97%	-6,62%	57,28%	16,75%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	131,41%	-3,75%	-8,94%	59,10%	17,26%

Tabulka 21: Horizontální analýza výsledovky – poměrové vyjádření vzhledem k předchozímu roku (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Vertikální analýza -Výkaz zisku a ztráty	Účetní období				
	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodané zboží	11,94%	19,66%	15,34%	17,10%	15,00%
Výkony	86,67%	78,40%	83,35%	82,24%	83,10%
Výkonová spotřeba	39,13%	35,84%	38,16%	34,96%	31,13%
Přidaná hodnota	49,04%	44,41%	46,76%	49,57%	53,53%
Osobní náklady	31,55%	30,89%	33,49%	30,12%	30,76%
Odpisy dlouhodobého majetku	2,87%	1,57%	2,79%	3,57%	3,83%
Změna stavu rezerv, ...	-0,14%	0,04%	-0,33%	-0,07%	-0,66%
Ostatní provozní výnosy	0,66%	0,67%	1,68%	0,52%	0,53%
Ostatní provozní náklady	3,31%	2,36%	2,76%	2,79%	4,28%
Provozní VH	12,10%	11,17%	9,80%	13,89%	16,21%
Daň z příjmů za běžnou činnost	2,21%	1,99%	1,69%	2,45%	2,83%
VH za běžnou činnost	9,74%	8,22%	7,98%	10,87%	12,24%
VH za účetní období	9,74%	8,21%	7,98%	10,88%	12,24%
Veškeré výnosy v období (100%)	196733	221696	213070	245871	255138

Tabulka 22: Vertikální analýza výsledovky (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Analýza výsledovky umožňuje v první řadě získat přehled o vývoji ziskové marže. Jako základ vertikální analýzy nám v tomto případě slouží suma všech výnosových položek výsledovky. V případě podniku TSS můžeme porovnávat vývoj ziskové marže z provozního výsledku hospodaření a ziskové marže z výsledku hospodaření za účetní období. Výsledek hospodaření „z běžné činnosti“ je téměř identický s výsledkem „za účetní období“ vzhledem k tomu, že mimořádný výsledek hospodaření je v tomto podniku obvykle velice nízký. Z tabulky vertikální analýzy lze vidět, že provozní VH a VH za účetní období mají obdobný vývoj (nejprve jejich podíl klesá, poté roste). Z toho se dá usuzovat, že příčiny tohoto vývoje je vhodné hledat již v položkách, ze kterých se vypočítává provozní zisk podniku.

Hlavními výnosovými zástupci ve výsledovce podniku jsou „Tržby za prodané zboží“ a „Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb“. Zatímco tržby za vlastní výrobky a služby rostou v celém období s výjimkou roku 2012 (kdy mírně poklesly), tržby za prodané zboží značně kolísají. Nedá se tedy předpokládat, že by tržby za zboží byly přímo ovlivněny prodejem výrobků. Růst tržeb výrobků se obzvláště projevil v letech 2014-2015. Dá se předpokládat, že to bylo v důsledku investic provedených v předchozích letech.

Pokud jde o náklady podniku, je vhodné analyzovat vývoj výkonové spotřeby a osobních nákladů. Obě tyto hodnoty nominálně rostou (kromě roku 2015, kdy výkonová spotřeba klesla), nicméně podíl výkonové spotřeby má ve sledovaném období klesající podíl oproti základu. Osobní náklady ve srovnání se sumou výnosů mají téměř konstantní podíl okolo 31% pouze s drobnou výchylnou v roce 2013, kdy osobní náklady činily 33,5%.

Podnik TSS ve své výsledovce eviduje nákladové úroky, což svědčí o tom, že během roku je ve firmě přítomna nějaká forma úročeného cizího kapitálu. Vedení firmy se vyjádřilo ve smyslu, že úroky pocházejí z půjčky, kterou firmě poskytl jeden z vlastníků firmy. Tato půjčka, která je v pasivech uvedena v dlouhodobých závazcích jako „Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení“ je z tohoto titulu jediným úročeným cizím kapitálem ve firmě.

Z tohoto pozorování lze vyvodit předběžný závěr, že firma následkem investice nejen umožnila nový růst tržeb, ale zároveň také v průměru zlepšila efektivitu výrobního procesu, což se pozitivně odrazilo na dosažené mzdové marži. Kromě toho analýza stavových ukazatelů poukázala na to, že firma preferuje financování vlastními zdroji, konkrétně financování pomocí kumulovaného zisku.

4.2 Analýza poměrových ukazatelů

Druhým krokem finanční analýzy je analýza pomocí vybraných poměrových ukazatelů. Analýza stavových ukazatelů poskytl informace o vývoji majetku a zdrojů financování. Analýzou poměrových ukazatelů je možno zjistit, jak se tento vývoj odrazil na finančním zdraví podniku. Rovněž dává možnost porovnat výsledky podniku s ostatními srovnatelnými podniky na trhu. V následujících podkapitolách budou interpretovány poměrové ukazatele podle skupin, které byly vysvětleny v teoretické části práce. [27]

4.2.1 Likvidita

Ukazatele likvidity	Podnik TSS				
Ukazatel Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita $BL=OA/KZ$	3,286	2,998	2,333	3,002	5,570
Pohotová likvidita $PL=(OA-Z)/KZ$	2,542	2,210	1,710	2,347	4,734
Okamžitá likvidita $OL=(OA-Z-P)/KZ$	1,071	1,023	0,426	1,045	3,084

Tabulka 23: Ukazatele likvidity (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Všechny ukazatele likvidity mají po celou dobu sledovaného období nadprůměrně vysokou hodnotu. Je to způsobeno tím, že podnik generuje vysoké cash flow ze své běžné činnosti, které využívá k financování svého provozu a investic. Díky tomu podniku nehrozí riziko insolvence, ale na druhou stranu držení takto nadbytečné likvidity může být pro podnik drahé z hlediska ušlé příležitosti. Peníze na běžném účtu nevydělávají, většinou dokonce ztrácí hodnotu.

Ukazatele likvidity	Odvětví C 25				
Ukazatel Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita $BL=OA/KZ$	1,64	1,73	1,72	1,83	1,87
Pohotová likvidita $PL=(OA-Z)/KZ$	1,00	1,08	1,16	1,18	1,18
Okamžitá likvidita $OL=(OA-Z-P)/KZ$	0,26	0,22	0,24	0,24	0,26

Tabulka 24: Ukazatele likvidity Odvětví C 25 (zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z finanční analýzy podnikové sféry [8])

Při srovnání s úrovní likvidity, kterou dosahuje odvětví je patrné, že podnik udržuje mnohem vyšší úroveň likvidity na všech úrovních, než je obvyklé. Rozdíl je nejzřetelnější na úrovni okamžité likvidity. Tato nadměrná úroveň likvidity u podniku TSS je způsobena aktivní snahou podniku minimalizovat cizí zdroje financování a hromadit peněžní prostředky pro následné investice. Podnik má rovněž averzi k úročeným zdrojům financování ve formě bankovních úvěrů. Následkem této strategie je podnik finančně stabilní, ale také je možné, že mu uniká určitý potenciál v rámci investiční činnosti, protože může investovat pouze v takovém rozsahu, na jaký si našetří peníze.

4.2.2 Rentabilita

Ukazatele rentability	Podnik TSS				
Ukazatel					
Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita celkového kapitálu ROA = Ebit/aktiva	21,00%	18,27%	16,56%	21,39%	21,86%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE=EAT/VK	25,26%	20,57%	19,46%	23,54%	21,58%
Rentabilita dlouhodobého kapitálu ROCE=EBIT/(VK + DZ)	27,62%	23,22%	21,18%	26,72%	24,96%
Rentabilita tržeb ROS=EAT/T	9,81%	8,51%	8,05%	11,07%	12,43%

Tabulka 25: Ukazatele rentability (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Ukazatele rentability svědčí o mimořádně dobré situaci v podniku. Rentabilita celkových aktiv a rentabilita vlastního kapitálu mají velmi příznivé hodnoty a rozhodně převyšují průměr vybraného oborového průměru. Vzhledem k tomu, že firma během sledovaného období postupně navyšuje podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech, hodnoty těchto dvou ukazatelů se postupně sblíží. Firma rovněž kvůli nedostatečnému zastoupení cizího kapitálu minimálně využívá úrokového daňové štítu či finanční páky. V posledním období jsou hodnoty obou rentabilit přibližně stejné na úrovni 21%. Obě rentability měly své minimum v roce 2013, kdy obě byly pod 20%, ROA dokonce až na 16,56%. I takové výsledky jsou považovány za nadprůměrné, nicméně jejich nezanedbatelné kolísání nutí položit si otázku, jestli bude taková rentabilita udržitelná. Na druhou stranu je také nutné vzít v úvahu, že součástí běžného chování tuzemských podniků je snaha výsledek hospodaření minimalizovat za účelem nižší daňové povinnosti, což by v případě, že podnik TSS tak nečiní, vysvětlovalo takto vysokou rentabilitu.

Rentabilita dlouhodobého kapitálu (ROCE) vychází ještě o něco lépe, což je dobrá zpráva pro podnik, pokud se rozhodne požádat o úvěr. Vzhledem ke svému velmi nízkému zadlužení a vysoké hodnotě ROCE by podnik neměl mít problémy získat i dlouhodobý úvěr za příznivých podmínek. Vývoj ROCE přibližně odpovídá vývoji ROA a ROE. V prvních třech letech ztratil z 27,6% až na 21,18% v roce 2013 a poté došlo ke zlepšení s tím, že v roce 2015 byla hodnota ROCE necelých 25%.

Ukazatel rentability tržeb (ROS) je dalším možným pohledem na ziskovou marži. Ani tato hodnota pro podnik rozhodně není nepříznivá, přičemž je to jediný z vybraných ukazatelů, jehož hodnota se během sledovaného období výrazněji zlepšila. Zatímco

ostatní ukazatele rentability na konci období se teprve vracely směrem k hodnotě, kterou měly na počátku (ROA ji lehce překonal), tak zisková marže vyjádřená ukazatelem ROS po počátečním poklesu vzrostla a v roce 2015 překonala výchozí hodnotu z roku 2011 přibližně o čtvrtinu.

Ukazatele rentability	Odvětví C 25				
Ukazatel Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita celkového kapitálu $ROA = Ebit/aktiva$	5,95%	8,84%	8,05%	11,98%	10,85%
Rentabilita vlastního kapitálu $ROE=EAT/VK$	8,32%	13,47%	11,38%	17,06%	15,33%
Rentabilita dlouhodobého kapitálu $ROCE=EBIT/(VK + DZ)$	9,70%	13,74%	12,60%	17,90%	16,17%
Rentabilita tržeb $ROS=EAT/T$	3,64%	5,99%	5,08%	7,97%	7,42%

Tabulka 26: Ukazatele rentability C25 (zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z finanční analýzy podnikové sféry [8])

Odvětví C 25 vykazuje nižší úroveň rentability, než má podnik TSS. Z tohoto hlediska podnik dosahuje lepších výsledků než ostatní podniky v odvětví. Zisková marže zastoupená ukazatelem ROS je u podniku TSS v průběhu sledovaného období vyšší o 5-6pb. Podnik konzistentně dosahuje obdivuhodných výsledků, co se rentability týče.

4.2.3 Zadluženost

Ukazatele zadluženosti	Podnik TSS				
Ukazatel Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost $C. zadluženost=CZ/A$	33,03%	30,42%	31,42%	26,71%	18,43%
Úrokové krytí $UK=EBIT/I$	34,96965	34,51852	35,51089	64,65049	75,78405

Tabulka 27: Ukazatele zadluženosti (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Ukazatel celkové zadluženosti znovu poukazuje na to, že firma omezuje cizí zdroje financování. Částečně je tento stav způsoben tím, že vlastní kapitál firmy neustále roste díky kumulování kladných výsledků hospodaření. Kromě toho však firma fakticky snížila cizí kapitál zejména v oblasti závazků z obchodních vztahů, které firma fakticky

snížíže během celého období. Právě díky těmto skutečnostem poklesla celková zadluženost podniku z 33,03% v roce 2011 až na 18,43% v roce 2015.

Ukazatele zadluženosti	Odvětví C 25				
Ukazatel					
Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	52,18%	50,00%	49,92%	48,57%	47,68%

Tabulka 28: Ukazatel zadluženosti (zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z finanční analýzy podnikové sféry [8])

Srovnáním celkové zadluženosti podniku TSS s odvětvím vychází opět najevo rozdíl. Podnik má mnohem nižší podíl cizího kapitálu, než je běžné nejen v tomto odvětví. To mu bezesporu poskytuje určitou výhodu, protože mu nehrozí předlužení a má i menší nákladové úroky. Navíc pro podnik jako TSS, který má málo cizích zdrojů a žádné opravdové úvěry, je snadnější získat úvěr, pokud se k tomu rozhodne.

Ukazatel úrokového krytí poukazuje na to, že firma má velmi nízké úroky při porovnání se ziskem. V nejbližší době proto podniku naprosto nehrozí, že by byl ohrožen neschopností tyto úroky splácet. Vzhledem k tomu, že souhrnné modely, které tento ukazatel využívají, omezují hodnotu, kterou model ještě bere jako zlepšení (Index IN05 například udává maximální hodnotitelnou hodnotu z tohoto ukazatele jako 9), a nejnižší hodnota pro podnik TSS je cca 34,5 není třeba vývoj tohoto ukazatele dále komentovat.

4.2.4 Aktivita

Ukazatele aktivity	Podnik TSS				
Ukazatel					
Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv (ObA) $ObA = T/A$	1,696	1,678	1,650	1,552	1,409
Doba obratu zásob (DOZ) $DOZ = \text{průměrné zásoby}/(T/360)$	35,4	34,3	32,7	27,7	27,2
Doba obratu pohledávek (DOP) $DOP = \text{průměrné odběr. Pohledávky}/(T/360)$	64,2	55,6	52,0	50,4	50,9
Průměrná splatnost závazků (PSZ) $PSZ = \text{závazky}/(N/360)$	35	33	37	31	21

Tabulka 29: Ukazatele aktivity (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Ukazatel obrat aktiv vykazuje meziroční pokles z původní hodnoty přibližně 1,7 až na hodnotu 1,4. Tyto hodnoty jsou srovnatelné s odvětvím, nicméně jsou stále nadprůměrné. Samotný pokles je však negativní efekt, který je způsobený tím, že majetek firmy roste více než tržby.

Ukazatele doby obratu zásob a pohledávek v celém sledovaném období rovněž klesají. Tento stav svědčí o tom, že firma zefektivňuje svůj výrobní proces. Díky nižším zásobám se snižují náklady skladování. Snižování splatnosti pohledávek umožní firmě dostat peníze dříve a snižuje riziko neschopnosti zaplatit dodavatelům.

Ukazatele aktivity	Odvětví C 25				
Ukazatel Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv (ObA) $ObA = T/A$	1,03	1,08	1,08	1,08	1,07
Doba obratu zásob (DOZ) $DOZ = \text{průměrné zásoby}/(T/360)$	70,64	68,86	62,86	61,55	65,81
Doba obratu pohledávek (DOP)	86,54	85,58	93,34	94,93	90,99

Tabulka 30: Ukazatele aktivity odvětví (zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z finanční analýzy podnikové sféry [8])

Tři výše zmíněné ukazatele aktivity je rovněž možné porovnat s hodnotami odvětví. I v oblasti aktivity má podnik vzhledem k odvětví mimořádné výsledky. Obrat aktiv je vyšší a doby obratu zásob a pohledávek ve dnech jsou naopak nižší, což je lepší pro podnik. Údaje pro průměrnou splatnost závazků odvětví se nepodařilo získat, protože použitý zdroj (Finanční analýza podnikové sféry ministerstva financí) neobsahuje konkrétní hodnotu závazků z obchodních vztahů. Kvůli tomu tak nebylo možné porovnat průměrnou splatnost závazků podniku TSS a ani další ukazatele, které z nich vychází.

Firma během sledovaného období rovněž snížila splatnost faktur svým dodavatelům z původních 35 na 21 dní. Pokud se vedení firmy TSS v situaci, kdy není ohrožena nedostatečnou likviditou, rozhodlo platit své závazky dříve, může ušetřit například využitím skont (za předpokladu, že dodavatelé tuto možnost poskytují) anebo pouze posilovat přátelské vztahy s obchodními partnery a tím profitovat z lepšího podnikatelského prostředí.

Do ukazatelů aktivity patří v neposlední řadě také čistý pracovní kapitál. Analýzou tohoto ukazatele a další vysvětlujících ukazatelů u firmy TSS se zabývá následující tabulka:

Analýza ČPK	Účetní období				
Ukazatel Výpočet	2011	2012	2013	2014	2015
čistý pracovní kapitál $\text{ČPK} = \text{OA} - \text{KZ}$	60070	53889	36682	61220	98164
obratový cyklus peněz $\text{OCP} = \text{DOZ} + \text{DOP} - \text{PSZ}$	64,109	56,772	47,600	46,614	57,324
Denní provozní náklady $\text{DN} = \text{N}/360$	478	546	539	590	593
Kapitálová potřeba $\text{KP} = \text{OCP} * \text{JPV}$	30638	30997	25680	27506	33988

Tabulka 31: Analýza čistého pracovního kapitálu (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Podnik TSS měl v období 2011 – 2015 poměrně dynamický vývoj ČPK, kdy hodnota pracovního kapitálu nejprve klesla a poté výrazně stoupala. Hodnota tohoto ukazatele zahrnuje v oběžných aktivech i peněžní prostředky nad rámec provozně nutné likvidity, což vzhledem k tomu, že se ve firmě hromadí peněžní prostředky na účtu, značným způsobem ovlivnilo velký nárůst pracovního kapitálu v roce 2015. K tomuto nárůstu rovněž přispělo i snižování krátkodobých závazků firmy.

Obratový cyklus peněz podniku TSS v průběhu období sice klesal, ale v posledním období následkem snížení průměrné splatnosti dodavatelům opět stoupl. Podnik tedy v průměru čeká delší dobu na návrat peněžních prostředků vázaných ve výrobním procesu.

Denní náklady podniku měly během sledovaného období stoupající charakter, což jistým způsobem odpovídá charakteru růstu tržeb, vzhledem k tomu, že podstatná provozních nákladů má variabilní charakter.

Kapitálová potřeba podniku, která představuje optimální hodnotu ČPK má vývoj odvozený z předchozích dvou ukazatelů. Pokud je porovnána se skutečnými hodnotami pracovního kapitálu, vyjde najevo skutečnost, že podnik má více než dostatečnou úroveň ČPK a tím pádem by neměl být ohrožen problémy se splácením. Nicméně znovu je dobré upozornit na to, že by část peněžních prostředků bylo vhodné využít i jinak, pokud je firma nechce zrovna využít pro další investice nebo pokud si je vlastníci společnosti nehodlají vyplatit jako podíly na zisku.

4.3 Bankrotní a bonitní modely

Využití souhrnných ukazatelů finančního zdraví je posledním krokem před závěrečným zhodnocením. Tyto modely poskytnou komplexní představu ohledně toho, jak si podnik TSS stojí z hlediska finančního zdraví. Zároveň také bude možné sledovat, jak se „skóre“ jednotlivých modelů mění ve sledovaném období s ohledem na vývoj stavových a poměrových ukazatelů, které byly dosud zanalyzovány.

4.3.1 Altmanův model (Z-Skóre)

Ukazatel (X)	váha (w)	Účetní období									
		2011		2012		2013		2014		2015	
		X	X*w	X	X*w	X	X*w	X	X*w	X	X*w
Čistý prac. kapitál/aktiva	0,72	0,52	0,37	0,42	0,30	0,29	0,21	0,39	0,28	0,55	0,39
Kumulovaný zisk/aktiva	0,85	0,49	0,41	0,55	0,47	0,55	0,46	0,56	0,47	0,63	0,54
EBIT/aktiva	3,11	0,21	0,65	0,18	0,57	0,17	0,51	0,21	0,66	0,22	0,68
Vlastní kapitál/cizí zdroje	0,42	1,99	0,84	2,28	0,96	2,17	0,91	2,73	1,15	4,40	1,85
Tržby/aktiva	1,00	1,70	1,69	1,68	1,67	1,65	1,65	1,55	1,55	1,41	1,41
Z-skóre	-	3,97		3,97		3,74		4,11		4,87	

Tabulka 32: Altmanův model (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Altmanův model hodnotí podnik jako finančně stabilní, pokud hodnota Z-skóre je vyšší než 2,9. V případě podniku TSS je hodnota vždy spolehlivě vyšší a během sledovaného období se dokonce ještě zlepšuje. Firma dosahovala stále lepšího ohodnocení díky postupnému zlepšování všech ukazatelů s výjimkou ukazatele obrát aktiv (řádek č. 5 v tabulce), který klesal. Nejvíce se na zlepšení hodnocení podepsal ukazatel popisující poměr vlastního a cizího kapitálu. Jak již bylo výše řečeno, firma během sledovaného období snižovala podíl cizího kapitálu. Ve zkratce je podnik TSS Altmanovým modelem hodnocen jako finančně stabilní.

4.3.2 Index IN05

Ukazatel (X)	váha (w)	Účetní období									
		2011		2012		2013		2014		2015	
		X	X*w	X	X*w	X	X*w	X	X*w	X	X*w
Aktiva/cizí zdroje	0,13	3,03	0,39	3,29	0,43	3,18	0,41	3,74	0,49	5,42	0,71
EBIT/nákladové úroky	0,04	9,00	0,36	9,00	0,36	9,00	0,36	9,00	0,36	9,00	0,36
EBIT/Aktiva	3,97	0,21	0,83	0,18	0,73	0,17	0,66	0,21	0,85	0,22	0,87
Tržby/Aktiva	0,21	1,70	0,36	1,70	0,36	1,70	0,36	1,70	0,36	1,70	0,36
OA/KZ	0,09	3,29	0,30	3,29	0,30	3,29	0,30	3,29	0,30	3,29	0,30
IN05	-	2,24		2,16		2,08		2,35		2,58	

Tabulka 33: Index IN05 (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Aby byl oceňovaný podnik hodnocen tímto modelem jako stabilní, musí hodnota modelu být vyšší než 1,6. Podnik tuto podmínku opět splňuje v celém sledovaném období. Nejvýznamnější položkou, která model v tomto případě ovlivnila, byla rentabilita aktiv (řádek č. 2), která stejně jako hodnota celého modelu nejprve v první půlce sledovaného období klesala, a ve druhé půlce opět stoupala, až dosáhla zlepšení oproti počátečnímu stavu. I tento model tedy hodnotí podnik TSS jako finančně stabilní.

4.3.3 Index bonity

Index (X)	váha (w)	Účetní období									
		2011		2012		2013		2014		2015	
		X	X*w	X	X*w	X	X*w	X	X*w	X	X*w
Cash flow/cizí kapitál	1,50	0,38	0,57	0,00	0,01	-0,39	-0,59	0,49	0,73	1,04	1,56
Aktiva/cizí kapitál	0,08	3,03	0,24	3,29	0,26	3,18	0,25	3,74	0,30	5,42	0,43
EBT/tržby	5,00	0,12	0,60	0,11	0,53	0,10	0,49	0,14	0,68	0,15	0,77
EBT/aktiva	10,00	0,20	2,04	0,18	1,77	0,16	1,61	0,21	2,11	0,22	2,16
Zásoby/tržby	0,30	0,10	0,03	0,10	0,03	0,08	0,02	0,08	0,02	0,07	0,02
Tržby/aktiva	0,10	1,70	0,17	1,68	0,17	1,52	0,15	1,36	0,14	1,20	0,12
Bonita (IB)	-	3,65		2,77		1,94		3,98		5,06	

Tabulka 34: Index bonity (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Index bonity využívá k interpretaci bohatšího spektra než předchozí bankrotní modely. V případě že hodnota IB podniku je 3 nebo vyšší, je situace v podniku považována za ideální. Do této kategorie podnik patří na počátku sledovaného období v roce 2011 a ke konci období v letech 2014-2015 se do ní opět vrací po poklesu v letech 2012-2013. Právě v letech 2012-2013 se hodnota podniku propadla do nižších hodnotících stupňů. V roce 2012 dosáhl podnik hodnoty IB = 2,77, kdy je situace ve firmě

hodnocena jako „velmi dobrá“. V roce 2013 se potom hodnota IB propadla až na hodnotu 1,94, kdy hodnotíme bonitní situaci firmy pouze jako „dobrou“. Tento pokles v průběhu sledovaného období způsobil především ukazatel zkoumající podíl cash flow a cizího kapitálu.

Vzhledem k tomu, že v roce 2012 měla firma cash flow snižené a v roce 2013 dokonce záporné kvůli investicím, došlo ke snížení hodnoty IB firmy do takové míry, že se firma v hodnocení propadla o dvě příčky. Nicméně jak již bylo řečeno, do konce období se tento trend opět obrátil a na konci období má firma opět nejvyšší příčku hodnocení. Navíc i ono slabší hodnocení, na které se podnik TSS propadl, nenaznačovalo vážné problémy firmy, takže i tento model označuje podnik za perspektivní.

4.3.4 Kralickův Quick-test

Index (X)	Účetní období									
	2011		2012		2013		2014		2015	
	X	body	X	body	X	body	X	body	X	body
Vlastní kapitál/aktiva	0,66	4	0,69	4	0,68	4	0,73	4	0,81	4
(cizí zdroje-peníze)/cash flow	0,74	4	77,14	0	-1,80	0	0,48	4	0,00	4
EBIT/Aktiva	0,21	4	0,18	4	0,17	4	0,21	4	0,22	4
Cash flow/tržby	0,07	2	0,00	1	-0,08	0	0,08	3	0,14	4
Quick-test (QT)	3,50		2,25		2,00		3,75		4,00	

Tabulka 35: Kralickův Quick-test (zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv společnosti TSS, spol. s r.o. dostupných v obchodním rejstříku [9])

Tento model hodnotí firmy, jejichž průměrné bodové ohodnocení činí méně než jedna, jako bankrotem ohrožené a firmy, které dosáhnou hodnoty 3 a lepší, jako finančně stabilní. Mezi hodnotou 1 a 3 se nachází tzv. šedá zóna. Podnik TSS byl hodnocen jako finančně stabilní v letech 2011, 2014 a 2015. V letech 2012 a 2013 se propadl do šedé zóny, protože obdržel velice slabé hodnocení u obou dílčích ukazatelů, které byly ovlivněny firemním cash flow (řádky č. 2 a 4). Naštěstí pro firmu výpadek v cash flow, který ovlivnil tento i předchozí model, byl mimořádný. Nízké resp. záporné cash flow v letech 2012-2013 bylo následkem investiční a finanční činnosti (pořízení nového dlouhodobého majetku a výplata podílu na zisku).

4.4 Shrnutí finanční analýzy

V průběhu celé analýzy bylo možné získat informace jednak o finančním zdraví firmy a potom také o tom, jak se projevuje investiční činnost firmy. Z analýzy několikrát vyplynulo, že firma TSS se staví negativně k zadlužování a využívá k financování v rostoucí míře vlastního kapitálu. Nominální hodnota vlastního kapitálu potom narůstá pomocí kumulace nerozděleného zisku z minulých let. V aktivech se toto chování běžně odráží nárůstem peněz na běžném účtu firmy. Firma takto nahromaděné prostředky následně využívá k financování svých investic, místo, aby si brala dlouhodobé úvěry, popřípadě využívala jiné formy dlouhodobého kapitálu. Tento přístup zřejmě vlastníci firmy preferují vzhledem k tomu, že si své podíly na zisku vyplácí nepravidelně a z firmy profitují i formou mzdy. Na druhou tento způsob financování investic se projevuje prudkými výkyvy cash flow v letech, kdy se investuje, což nárazově negativně ovlivňuje analýzu.

Při hodnocení souhrnnými modely došlo k rozporu mezi bankrotními a bonitními modely. Altmanův model a Index IN05 sice vykázaly slabší hodnotu v období výstavby a uvádění nové investice do provozu, ale rozhodně se tento fakt neprojevil v takové míře jako u bonitních modelů. Index bonity a Kralickův Quick-test oba dávají velký význam peněžním tokům, na kterých se investice v příslušných letech nejvíce podepsala. U Quick-testu podnik spadl do šedé zóny a u indexu bonity, který při interpretaci hodnotí bonitní situaci podniku, podnik ztratil nejlepší hodnocení a postupně se propadl až o dva stupně pod něj. Nicméně na konci sledovaného období už všechny modely opět shodně hodnotily podnik jako finančně stabilní a perspektivní.

Závěrem finanční analýzy je, že se podnik těší velmi dobrému finančnímu zdraví. Podnik má povzbuzující a perspektivní výsledky v oblasti zisku a zároveň je finančně stabilní. Je schopný provádět investice a tím pádem má potenciál reagovat a využít rostoucích trendů celého odvětví. Podnik svým přístupem možná až zbytečně nevyužívá veškerý ziskový potenciál tím, že hromadí peníze na účtu, ale zas na druhou stranu z finanční analýzy nevyplývá žádné nebezpečí, které by v dohledné době mohlo podnik po finanční stránce ohrožovat.

5 SWOT analýza

Poslední kapitola předtím, než dojde k samotnému oceňování podniku TSS, je SWOT analýza, která by měla shrnout poznatky, získané pomocí finanční a strategické analýzy. Určením silných a slabých stránek podniku TSS a identifikováním tržních příležitostí a hrozeb pomocí dosud zpracovaných informací a dat budou postaveny základy, o které se pak opře výsledek ocenění při závěrečném shrnutí.

Následovat bude bodový výčet prvků spadajících do příslušné oblasti SWOT:

5.1 Silné stránky

Mezi silné stránky podniku TSS spol. s r.o. patří:

- Pozitivní hospodářské výsledky a příznivá rentabilita aktiv
- Finanční stabilita ve formě vysoké úrovně likvidity
- Stabilmě generuje pozitivní provozní cash flow
- Vysoké bariéry vstupu na trh
- Navyšování hodnoty podniku zpětnými investicemi zisku
- Žádné úvěry
- Dlouholetá praxe v oboru
- Diferencovaná struktura produkce
- Pestré portfolio různých dodavatelů a odběratelů
- Rozvinutá firemní vize a strategie
- Špičkové vybavení modelárny
- Dobrá dopravní dostupnost
- Dlouholetá historie a tradice
- Tuzemský podnik, který podniká v domácím prostředí
- Rozvíjí dílčí konkurenční výhody a kompenzuje nevýhody
- Má pozitivní reference
- Aktivní pěstování vztahů s obchodními partnery
- Úspěšně využívá dotačních programů k investicím
- Navyšuje svůj tržní podíl
- Držitel certifikátu ISO 9001

5.2 Slabé stránky

Výčet slabých stránek podniku TSS je následující:

- Velmi slabá inovační síla (neprovádí výzkum a vývoj)
- Potenciálně riziková vlastnická struktura (dva společníci s 50% podílem)
- Mírná rivalita mezi zaměstnanci jednotlivých středisek
- Technologicky zastaralé vybavení slévárny
- Postrádá řízení nákladů vlastního kapitálu
- Nedostatek uchazečů o zaměstnání s odpovídající kvalifikací

5.3 Příležitosti

Podnik bude moci v následujícím období využít těchto příležitostí:

- Zlepšení dopravní situace s dostavbou dálnice D11 do Hradce Králové
- Využití dalších dotačních programů pro modernizaci slévárny a nastartování vlastních inovačních procesů
- Získání komplexních zakázek spojujících všechna výrobní střediska

5.4 Hrozby

Potenciálně ohrožující situace, proti kterým by se podnik měl do budoucna zajistit, jsou:

- Ztráta klíčových výkonných zaměstnanců
- Ztráta vedoucího postavení na trhu v oblasti výroby modelů
- Zpřísnění legislativních norem v oblasti ochrany životního prostředí a bezpečnosti a ochrany zdraví při práci zaměstnanců

6 Rozdělení majetku a modifikace hospodářských výsledků

Prvním krokem samotného procesu oceňování podniku je určení toho, která část majetku podniku je provozně potřebná a která neslouží k hlavní provozní činnosti podniku. Rovněž je třeba upravit výsledek hospodaření na všech úrovních tak, aby z něj byly vyčleněny ty náklady a výnosy, které nesouvisí s provozní činností podniku TSS (výnosy a náklady související s prodejem majetku firmy). Vyřazená aktiva se na samém závěru ocenění opět přičtou k výsledné hodnotě podniku.

Podle profesora Maříka je z aktiv firmy před oceněním potřeba vyřadit především tyto položky.

- Dlouhodobý finanční majetek – Vyřazují se veškeré podíly v jiných firmách i cenné papíry. Jedinou výjimkou v tomto případě tvoří podíly v jiných firmách, jejichž hlavní činnost je klíčová pro provozní činnost oceňovaného podniku.
- Krátkodobý finanční majetek – Peníze a jejich vysoce likvidní ekvivalenty se vyřazují v množství, ve kterém přesahují provozně nutnou úroveň likvidity. Tato úroveň se běžně určuje průměrnou hodnotou okamžité likvidity v daném odvětví, ale oceňovatel ji může i individuálně odhadnout vzhledem k poměrům v oceňovaném podniku.
- Ostatní neprovozní aktiva – Oceňovatel by měl automaticky vyřadit jakékoli aktivum, o kterém ví, že se ani nepřímo nepodílí na hlavní činnosti podniku. Jako příklad je možné uvést pohledávky, které nesouvisí s hlavní činností, nadbytečné zásoby nebo třeba majetek představující dlouhodobě nevyužívané výrobní kapacity.
- Provozní majetek související s jinou činností – V případě že má podnik dva nebo více srovnatelně významných oborů hlavní činnosti, měl by oceňovatel rozdělit aktiva (i hospodářské výsledky) do příslušných skupin a ty oceňovat zvlášť. Takový postup oceňování však vyžaduje detailní informace, které může poskytnout kvalitní vnitropodnikové účetnictví

Mařík ve svých publikacích vychází z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, za jehož účelem byl zřízen. V případě podniku TSS je to komplexní kovovýroba od výroby modelů pro odlitky, výroba odlitku a jeho následné dotváření a obrábění do konečné podoby. Pro účely oceňování podniku je nezbytné, aby aktiva byla rozdělena na provozně nutná a provozně nepotřebná, protože je tak lépe

zachycená skutečná ekonomická výkonost podniku. Součástí tohoto procesu je vyřazení nákladových a výnosových položek, které mají souvislost s těmito vyřazenými aktivy. [1]

Uvedené výpočetní tabulky v následujících kapitolách a podkapitolách neobsahují některé méně zásadní výpočtové prvky. Kompletní tabulky a výpočty je možné zhlédnout v příloženém výpočtovém souboru.

6.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Identifikací provozně nutného majetku je možné určit úroveň provozně nutného investovaného kapitálu. Tato položka představuje zdroje financování potřebné ke krytí provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Následující tabulka obsahuje dílčí hodnoty pro výpočet provozně nutného investovaného kapitálu:

PROVOZNĚ NUTNÝ MAJETEK	Analyzované období				
	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek provozně nutný	29 216	47 222	64 089	64 754	59 906
Peníze v rozvaze	27 460	27 605	11 728	31 955	66 231
Okamžitá likvidita	1,05	1,02	0,43	1,05	3,08
Průměrná okamžitá likvidita odvětví	0,243				
Provozně nutná likvidita	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Provozně nutné peníze	6394,64	6565,48	6697,87	7441,59	5226,98
Pracovní kapitál provozně nutný	37 086	32 955	32 383	36 575	36 781
Investovaný kapitál provozně nutný	66 302	80 177	96 472	101 329	96 687

Tabulka 36: Provozně nutný majetek (zdroj: Vlastní zpracování podle dat z účetních výkazů firmy TSS a podle návodu prof. Maříka [1,9])

Důležitým krokem při výpočtu provozně nutného pracovního kapitálu je stanovení provozně nutné likvidity. Za maximální úroveň provozně nutné likvidity v podniku TSS se v tomto případě počítá oborový průměr okamžité likvidity odvětví C 25, do kterého byl podnik zařazen, za období 2011-2015. Tento průměr činí 0,243, takže veškeré peněžní prostředky podniku nad tuto hladinu likvidity jsou při tomto ocenění považovány za provozně nepotřebné. Díky tomu byl v celém analyzovaném období vyřazen z provozního majetku poměrně velký objem peněžních prostředků.

Veškerý dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek podniku je považovaný za provozně nutný, protože neexistují důkazy ani náznaky, že by tomu tak nebylo. Firma

v analyzovaném období nevlastní žádný dlouhodobý finanční majetek, který by bylo třeba z provozních aktiv vyřadit.

6.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Výpočet Korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) vychází z jeho nejbližšího ekvivalentu ve výsledovce, kterým je standartní provozní výsledek hospodaření. KPVH je možné spočítat jako provozní zisk, od kterého se odečte hodnota hospodářského výsledku za prodej majetku (odečtou se tržby za prodaný majetek a přičte se zůstatková cena prodaného majetku). Tímto způsobem dojde k výpočtu KPVH po odpisech, před úroky a před zdaněním.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření	Analyzované období				
	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	23 797	24 766	20 881	34 163	41 357
Vyloučení VH z prodeje majetku	-262	-2 531	-520	-905	-1 469
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	23 535	22 235	20 361	33 258	39 888

Tabulka 37: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (zdroj: Vlastní zpracování podle dat z účetních výkazů firmy TSS a podle návodu prof. Maříka [1,9])

Při porovnání provozního VH a KPVH je možné vidět podobný vývoj, který má růstový charakter, nicméně provozní zisk je na rozdíl od KPVH ovlivněn nestálým VH z prodeje majetku, na který má vliv investiční cyklus podniku. V roce 2012 prodej majetku tvoří víc než 10% provozního zisku, takže se rozhodně nemusí vždy jednat o zanedbatelný rozdíl.

7 Generátory hodnoty a předběžné ocenění

Za generátory hodnoty se označuje několik specifických veličin, které podle prof. Maříka společně určují hodnotu podniku. Některé z generátorů přitom hodnotu podniku ve své podstatě navyšují, jiné ji zase snižují. Následující kapitola se věnuje stavu těchto veličin v podniku TSS a předpovědi jejich vývoje v tříletém období od data ocenění. V poslední podkapitole se potom využívá této předpovědi k vypracování prvního odhadu hodnoty podniku právě na základě těchto generátorů.

Za generátory hodnoty se označují tyto veličiny [1, str. 125-126]:

1. Tržby podniku a jejich růst
2. Zisková marže KPVH
3. Investiční náročnost na pracovní kapitál
4. Investiční náročnost dlouhodobého majetku
5. Diskontní míra (náklady kapitálu)
6. Struktura zdrojů financování (objem cizích zdrojů)
7. Doba existence podniku

7.1 Prognóza tržeb

Aby mohlo být stanovení hodnoty podniku přesné, je nezbytné provést co nejpřesněji prognózu vývoje tržeb podniku. Jedině tak je možné dosáhnout požadovanou objektivizovanou tj. opakovatelnou hodnotu podniku. Předpověď tržeb ovlivňuje všechny ostatní generátory hodnoty, jsou základem pro vytvoření finančního plánu a jejich předpověď tedy ovlivňuje celý zbytek ocenění. Na přesnosti předpovědi tržeb je tedy závislá kvalita a přesnost stanoveného finančního plánu, ať už krátkodobého či dlouhodobého.

Nejprve je však potřeba definovat veličinu, která by měla být analyzována a předpovězena. Teoretický termín „tržby“, totiž není v účetních a analytických výkazech stanoven pevně a existuje tedy několik různých pohledů na tržby, které se liší v tom, co všechno se do tržeb zahrnuje. Pro účely tohoto ocenění bude termín „tržby“ představován položkou „Výkony“ z výkazu zisku a ztráty. Důvodem je, že tato položka u výrobních podniků (jakým je podnik TSS) představuje nejvyšší výnosový prvek, který je zároveň také nejvíce provázán s hlavní činností podniku.

ROK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony TSS	134 778	170 507	173 804	177 602	202 201	212 008
Index růstu výkonů podniku	-	1,27	1,02	1,02	1,14	1,05
Výkony NACE - C 25	72 385 213	81 942 303	85 610 238	90 661 568	92 763 152	94 883 526
Index růstu trhu	-	1,13	1,04	1,06	1,02	1,02
Index růstu tržního podílu	-	1,12	0,98	0,96	1,11	1,03

Tabulka 38: Vývoj tržeb podniku TSS a celého odvětví (zdroj: Vlastní zpracování podle dat z účetních výkazů firmy TSS a podle návodu prof. Mařika [1;9])

Porovnáním tržeb (výkonů) podniku TSS a odvětví C 25 podle NACE můžeme vidět, že se vyvíjejí podobně. To, že se nevyvíjí úplně identicky, svědčí o tom, že se mění tržní podíl firmy v odvětví. Vzhledem k tomu, že tento tržní podíl představovaný objemem výkonů na celkových výkonech odvětví je velice nízký, dá se předpokládat, že zvyšování tohoto tržního podílu je možné díky navyšování výrobních kapacit při zachování či zlepšování kvality výroby. Schopnost firmy navýšené kapacity využít a tržní podíl navýšit, rovněž závisí na schopnostech obchodních zástupců, kteří sjednávají pro podnik zakázky.

Aby bylo možné předpovědět budoucí vývoj tržeb odvětví a tím i podniku, je potřeba zjistit, zda existuje korelace mezi vývojem tržeb a vývojem některé z hlavních makroekonomických veličin, které společně představují vývoj ekonomiky jako celku.

Následující tabulky obsahují hodnoty čtyř z těchto ukazatelů, a jejich korelaci vyjádřenou hodnotou Pearsonova rozdělení s tržbami odvětví C 25 a s tržbami podniku TSS. Tyto ukazatele byly vybrány, protože dosáhly nejvyšší korelace ze všech testovaných ukazatelů:

	Výchozí období						Předpověď		
ROK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zaměstnanost	-1	0,4	0,4	1	0,8	1,4	1,8	0,3	0,3
Dlouhodobé úrokové sazby	3,7	3,7	2,8	2,1	1,6	0,6	0,4	0,6	1,1
Saldo běžného účtu	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,9	2,1	1,2	1,3
deflátor HDP	-1,5	-0,2	1,5	1,4	2,5	1	1,1	0,9	1,6

Tabulka 39: Vývoj a předpověď makroekonomických veličin (zdroj: vlastní zpracování z dat makroekonomické predikce ministerstva financí [11;1])

Korelace s vývojem tržeb - Pearsonovo rozdělení		
Makroekonomická veličina	Obor C 25	Podnik TSS
Zaměstnanost	0,96	0,92
Dlouhodobé úrokové sazby	-0,90	-0,89
Saldo běžného účtu	0,99	0,97
Deflátor HDP	0,87	0,79

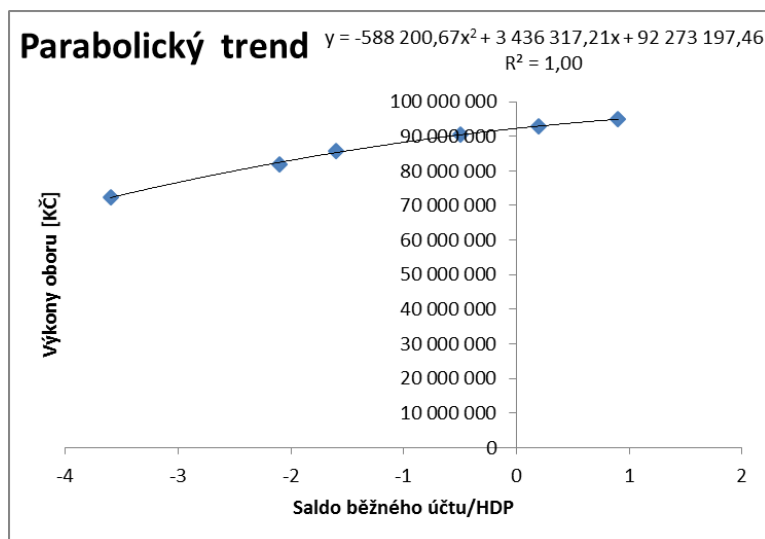
Tabulka 40: Tabulka závislosti oborových a podnikových tržeb na makroekonomických veličinách (zdroj: vlastní zpracování z dat makroekonomické predikce ministerstva financí [11;1])

Další krok spočívá ve výběru makroekonomického ukazatele, který nejlépe vysvětlí vývoj tržeb odvětví a tím pádem i podniku. Tento ukazatel pak pomocí regresní analýzy určí rovnici závislosti, která díky předpovězeným hodnotám vybraného ukazatele, které pochází z makroekonomické předpovědi ministerstva financí ČR, předpoví pravděpodobné hodnoty tržeb v následujících obdobích.

Jako nejlepší vysvětlující ukazatel byl pro regresní analýzu zvolen ukazatel Saldo běžného účtu (vyjádřeno procentuálně vzhledem k HDP), který je úzce propojený s vývozem a dovozem zboží a kapitálu. Ukazatel byl vybrán hned z několika důvodů. Za prvé jeho koeficient korelace s odvětvím C25 je nejvyšší ze všech, za druhé tato vysoká korelace má i poměrně jasnou logickou souvislost. Navíc když se podíváme na ostatní ukazatele, tak Deflátor HDP má korelaci výrazně nižší, Dlouhodobé úrokové sazby mají korelaci sice vysokou ale zápornou, což sice neznamená, že se nedá použít, ale výpočet je komplikovanější a proto je lepší dát přednost jiné dostupné alternativě. Druhým nejvhodnějším ukazatelem je Růst zaměstnanosti. Nicméně při použití tohoto ukazatele byly předpovězeny tržby odvětví v rozporu s logikou, kdy následkem nižšího (nicméně stále kladného) růstu zaměstnanosti byly předpovězen pokles tržeb odvětví i podniku.

Po vybrání ukazatele Salda běžného účtu je dalším krokem výběr vysvětlujícího trendu závislosti výkonů odvětví na tomto ukazateli. Dle Maříka je vhodné použít jeden ze základních trendů, lineární, exponenciální, mocninný nebo parabolický. Cílem je vybrat takový trend, který nejlépe vystihuje dosavadní vývoj a zároveň předpovídá rozumný budoucí vývoj. V tomto případě nebylo možné vůbec počítat závislost mocninným trendem, protože vybraný ukazatel vykazuje příliš mnoho záporných hodnot.

Z testovaných trendů byl jako nejvhodnější vybrán trend parabolický. Rovnice vysvětlující paraboly téměř dokonale vysvětluje závislost oborových tržeb na ukazateli saldo běžného účtu. Následující bodový graf obsahuje graf a rovnici funkce této závislosti. V tabulce pod grafem jsou potom výpočty vedoucí až ke konkrétní předpovědi tržeb podniku TSS:



Obrázek 3: Graf vysvětlující funkce parabolického trendu (zdroj: vlastní zpracování z dat makroekonomické predikce ministerstva financí [11;1])

Prognóza tržeb	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Parabolický trend	82462966	85269296	90407989	92936933	94889440	96895499	95549769	95746351
Index růstu trhu	1,14	1,03	1,06	1,03	1,02	1,02	0,99	1,00
Index růstu tržního podílu	1,12	0,98	0,96	1,11	1,03	1,04	1,04	1,04
Teoretické hodnoty tržeb	171842	173365	177365	202876	212332	224874	229987	239020

Tabulka 41: Předpověď tržeb podniku TSS parabolickou regresní funkcí (zdroj: vlastní zpracování z dat makroekonomické predikce ministerstva financí [11;1])

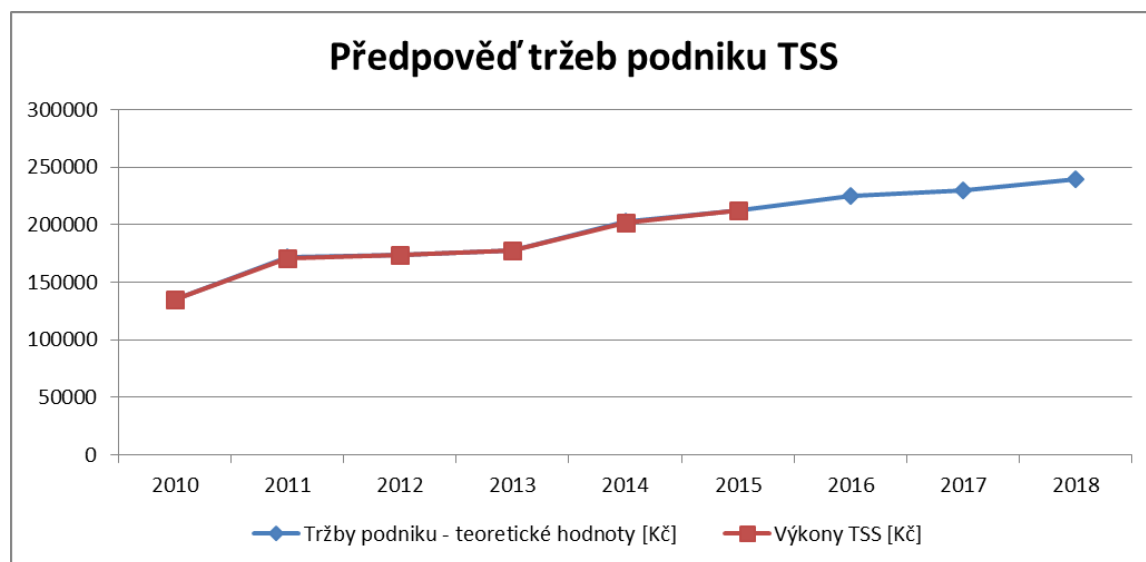
Pomocí získané rovnice závislosti a hodnot Salda běžného účtu z makroekonomické předpovědi byly předpovězeny tržby Odvětví C25. Rovněž byl analyzován vývoj tržního podílu podniku TSS v odvětví.

Průměrný index růstu tržního podílu je 1,04. Jinými slovy se tržní podíl během analyzovaného období v průměru zvýšil o 4% každý rok. Tento průměrný nárůst je konzistentní s výsledky analýzy konkurenční síly, která byla zpracována v rámci strategické analýzy podniku TSS a která předpověděla drobný růst tržního podílu podniku. Při předpokladu nezměněné situace v podniku v této oblasti lze tedy předpokládat, že tento průměrný růst bude v předvídaném období zachován.

Z vývoje tržeb odvětví a z vývoje tržního podílu podniku TSS je již přímo možné odvodit předvídané tržby podniku TSS. Předvídané hodnoty tržeb podniku jsou žlutě zvýrazněny v posledním řádku tabulky č. 37. V roce 2016-2018 firmu podle této

předpovědi čeká nárůst tržeb. Tento nárůst je však dostatečně střízlivý a konzistentní s dosavadním vývojem tržeb podniku.

Následující graf zachycuje vývoj tržeb a teoretické hodnoty vyšlé z regresní analýzy. Zdání, že graf obsahuje pouze teoretické hodnoty za období 2015-2018 je způsobeno tím, že v období 2010-2015 jsou teoretické hodnoty téměř dokonale překryté grafickým znázorněním skutečných výkonů podniku TSS:



Obrázek 4: Graf skutečných a predikovaných výkonů podniku TSS spol. s r.o. ((zdroj: vlastní zpracování z dat makroekonomické predikce ministerstva financí [11;1])

7.2 Zisková marže

Při oceňování podniku lze ziskovou marží (podíl KPVH na tržbách) vypočítat dvěma způsoby a to „shora“ a „zdola“. Výpočty se liší v přístupu, ale jinak se dobírají ke shodnému výsledku. Profesor Mařík doporučuje vzít v úvahu oba způsoby výpočtu a porovnáním jejich hodnot zkontrolovat správnost výpočtu.

Při výpočtu „shora“ se při výpočtu KPVH vychází z provozního výsledku hospodaření stejným způsobem, jak to bylo učiněno v předchozí 6. kapitole. V tomto případě se ještě přičte hodnota odpisů, aby zisková marže byla vypočítána z KPVH před odpisy. Předpověď pak probíhá stanovením průměrné ziskové marže pro předpovídané období a následným dopočtem předpovídané hodnoty KPVH.

Při výpočtu „zdola“ se postupuje jinak. Nejprve se stanoví podíl všech dílčích nákladových a výnosových položek na výkonech podniku. Poté dojde k určení průměrných hodnot těchto podílů a na základě předpovědi výkonů budou stanoveny

předpovědi absolutních hodnot těchto dílčích položek, ze kterých se potom vypočítá předpověď KPVH před odpisy.

Společný problém pro oba dva způsoby je volba období, ze kterého se vypočítá průměrná zisková marže při výpočtu shora a průměrné dílčí „marže“ nákladů a výnosů. Oceňovatel by měl při této volbě vzít v úvahu vývoj trendů v podniku, anebo naopak vyloučit některé období, pokud jsou hodnoty extrémně vychýlené z normálu kvůli mimořádným událostem. Aby byla zachována shoda výsledné ziskové marže obou postupů (shora i zdola), je při volbě období pro výpočet plánované ziskové marže nutno u obou metod zvolit stejné období.

Následující tabulka obsahuje výpočet i předpověď KPVH a ziskové marže u podniku TSS způsobem „zdola“:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže (tis. Kč)	2 960	4 088	3 346	5 631	3 985	5 245	5 364	5 575
Výkony (tis. Kč)	170 507	173 804	177 602	202 201	212 008	224 874	229 987	239 020
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	76 989	79 446	81 318	85 945	79 417	89 909	91 954	95 565
Osobní náklady (tis. Kč)	62 066	68 489	71 352	74 058	78 470	82 797	84 680	88 006
KPVH před odpisy (v tis. Kč)	29 188	25 718	26 303	42 032	49 657	49 708	50 838	52 835
Zisková marže	17,12%	14,80%	14,81%	20,79%	23,42%	22,10%	22,10%	22,10%
Průměr	22,10%					-		

Tabulka 42: Výpočet a předpověď ziskové marže „zdola“ (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Z tabulky lze sledovat vývoj ziskové marže v analyzovaném období. Zisková marže před odpisy má vytrvale rostoucí charakter, a bylo by proto zavádějící předpovídat hodnotu ziskové marže jako průměr celého období. Jak z předchozí analýzy podniku vyplynulo, proběhla v roce 2012 a 2013 v podniku velká investice do strojů a výrobních prostor. Roky 2014 a 2015 s výrazně vyšší hodnotou ziskové marže tedy představují výsledky podniku v situaci, kdy zmíněná investice je již v provozu. Z toho důvodu bude budoucí zisková marže, stejně jako dílčí marže při výpočtu „zdola“, určena jako průměr těchto hodnot z období 2014-2015. Zisková marže pro plánované období tedy činí 22,1%.

7.3 Pracovní kapitál – investiční náročnost

Aby moha být vypočítána investiční náročnost čistého pracovního kapitálu, je potřeba nejprve zhodnotit a předpovědět vývoj oběžných aktiv. Ideálním způsobem je prozkoumat vývoj ukazatelů doby obratu a stanovit průměrnou hodnotu pro plánované

období podobným způsobem jako při výpočtu ziskové marže. V tomto případě je však možné stanovit průměrný interval jednotlivých položek oběžných aktiv nezávisle na ostatních, pokud je to vhodné.

Předpovězené průměrné doby obratu podniku TSS jsou uvedeny v následující tabulce:

Doba obratu ve dnech	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	41,26	44	34,74	35,68	30,49	33,63	33,63	33,63
Pohledávky	81,60	66,32	71,63	70,87	60,21	67,26	67,26	67,26
Krátkodobé závazky	55,48	55,88	55,79	54,44	36,47	51,61	51,61	51,61
Dlouhodobé závazky	24,87	24,47	25,76	19,58	19,32	22,8	22,8	22,8

Tabulka 43: Doby obratu oběžného majetku (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Při výpočtu doby obratu zásob bylo zohledněno, že v letech 2011-2012 byla tato doba znatelně vyšší než v následujících obdobích. Proto byla průměrná doba obratu počítána z období 2013-2015.

U doby obratu pohledávek nebylo počítáno s rokem 2015, protože v tomto období byla hodnota tohoto ukazatele výrazně vyšší než v následujících obdobích.

Doba obratu krátkodobých závazků byla ve sledovaném období téměř neměnná až do roku 2015, kdy významně poklesla. Vzhledem k tomu, že se nedá říct, zda se jedná vyloženě o anomálii či o nový trend, tak nebylo možné tuto hodnotu jednoznačně vyloučit nebo naopak upřednostnit. Proto byla průměrná doba obratu závazků vypočtena z celého období 2011-2015.

Průměrná hodnota doby obratu dlouhodobých závazků se rovněž vypočítává z celého období, protože i když hodnota doby obratu těchto závazků lehce poklesla, není pokles tak dramatický, aby kvůli němu bylo třeba zcela vyloučit předchozí hodnoty.

Následující tabulka obsahuje absolutní hodnoty položek oběžných aktiv, vypočtených z plánovaných tržeb na základě výše uvedených průměrných dob obratu, a z nich vypočtený plánovaný provozní pracovní kapitál:

Provozní pracovní kapitál	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	19 542	21 242	17 139	20 038	17 955	21 010	21 488	22 332
Pohledávky	38 650	32 020	35 337	39 805	35 456	42 012	42 967	44 655
Provozně nutné peníze	6395	6565	6698	7442	5227	7846	8024	8339
Dlouhodobé závazky	11 780	11 813	12 709	10 996	11 375	14 241	14 565	15 137
Krátkodobé závazky	26 276	26 978	27 522	30 578	21 478	32 239	32 972	34 267
Provozní pracovní kapitál	25 306	21 142	19 674	25 579	25 406	24 009	24 563	25 543

Tabulka 44: Predikce oběžných aktiv a provozně nutného pracovního kapitálu (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Mařika [1;9])

Posledním krokem ke stanovení investiční náročnosti pracovního kapitálu je porovnání nárůstu tržeb s nárůstem provozně nutného pracovního kapitálu. Za tímto účelem se používá tzv. Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu. Nieméně již na první pohled je poměrně zřejmé, že ačkoli tržby podniku v průběhu sledovaného i plánovaného období rostou, úroveň provozně nutného kapitálu se po většinu doby téměř nemění. Skutečná hodnota tohoto ukazatele za analyzované období 2011-2015 byla pouhých 0,24% a pro období plánu to bylo 0,51%. Tato hodnota představuje, že při nárůstu výkonů o 100 korun by bylo potřeba navýšit pracovní kapitál o pouhých 51 haléřů. Z toho vyplývá, že investiční náročnost růstu tržeb na provozní pracovní kapitál je velmi nízká až zanedbatelná.

7.4 Dlouhodobý majetek – investiční náročnost

Posledním významným generátorem hodnoty, který značným způsobem ovlivňuje podobu finančního plánu a v důsledku také i konečnou hodnotu podniku je investiční náročnost dlouhodobého majetku. V této podkapitole jsou počítány nutné investice, potřebné k uskutečnění plánovaného růstu tržeb. Díky tomu je možné spočítat také plánovanou výši odpisů pro finanční plán.

Následující tabulka znázorňuje výpočet investičních koeficientů, pro jednotlivé složky dlouhodobého majetku:

Stanovení koeficientů investiční náročnosti	2011	2012	2013	2014	2015
Nehmotný majetek					
Stav majetku ke konci roku	432	879	1 421	1 222	1 628
Odpisy	106	119	150	200	278
Investice netto	-	447	542	-199	406
Investice brutto	-	566	692	1	684
Investiční náročnost nehmotného majetku	2,88%				
Stavby					
Stav majetku ke konci roku	17 006	16 472	22 981	23 083	24 516
Odpisy	4185	2233	2423	3774	4184
Investice netto	-	-534	6 509	102	1 433
Investice brutto	-	1 699	8 932	3 876	5 617
Investiční náročnost staveb	18,1%				
Samostatné movité věci (stroje)					
Stav majetku ke konci roku	5 532	8 341	31 956	29 356	31 091
Odpisy	1361	1131	3369	4800	5307
Investice netto	-	2 809	23 615	-2 600	1 735
Investice brutto	-	3 940	26 984	2 200	7 042
Investiční náročnost strojů	61,59%				

Tabulka 45: Výpočet koeficientů investiční náročnosti podniku TSS (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Mařika [1;9])

Koeficienty investiční náročnosti dlouhodobého majetku mají mnohem větší hodnotu, než byla náročnost provozně nutného pracovního kapitálu. Je tedy zřejmé, že běžná činnost podniku je ve velké míře ovlivněna právě výrobní kapacitou dlouhodobého majetku. Díky tomu, že během sledovaného období proběhla velká investice do tohoto druhu majetku, je možné pomocí koeficientu odvodit, jak se tato investice projevila na nárůstu tržeb podniku.

Z výpočtů v tabulce vychází, že investiční náročnost nehmotného majetku je pouze 2,88%, takže tento druh majetku pravděpodobně přímo nesouvisí s provozní činností podniku, ale hraje spíše podpůrnou úlohu.

Investiční náročnost staveb je už o něco vyšší a to 18,1%. Tato úroveň náročnosti už značí, že rozšiřování výrobních prostor je nezanedbatelnou součástí investiční činnosti podniku.

Nicméně nejdominantnějším faktorem z hlediska investiční náročnosti růstu tržeb představuje koeficient náročnosti Samostatných movitých věcí – strojů a výrobních

zařízení. Hodnota tohoto koeficientu je 61,59%, což znamená, že podnik musí investovat 61,5 haléře za každou korunu tržeb do strojů.

Následující tabulka využívá spočítaných koeficientů k určení plánovaného objemu investic do jednotlivých složek dlouhodobého majetku v plánovaném období 2016-2018:

Plán investic pro budoucí období		
Přírůstek tržeb od konce roku 2015 do roku 2018	27 012	
Předpokládaný objem investic (netto) :	Koeficient náročnosti	Plánovaný objem investic
Nehmotný majetek	0,029	778
Stavby	0,181	4888
Samostatné movité věci	0,616	16636
Celkem	0,826	22302

Tabulka 46: Plánovaný objem investic (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Celková investiční náročnost dlouhodobého majetku na růst tržeb dosahuje hodnoty 82,6%. Takto vysoký koeficient náročnosti povede k tomu, že ačkoli tržby porostou, tak konečné čisté hospodářské výsledky mohou naopak klesat, kvůli zvyšujícím se odpisům. Vysoký objem investic bude mít zase nepříznivý vliv na volné cash flow, což zasáhne podnik v závěrečné fázi ocenění. Jak významně se tento efekt projeví, bude jasnější po zpracování finančního plánu, čímž se zabývá následující kapitola této práce.

Díky tomu, že je známý plánovaný objem netto investic, je možné dopočítat plánovanou hodnotu odpisů a konečné stavy dlouhodobého majetku pro finanční plán. Pro odpisy z nově pořízeného majetku v plánovaném období je uvažována doba odepisování 4 roky pro nehmotný majetek, 30 let pro nové stavby a 6 let pro stroje a výrobní zařízení.

Výsledné hodnoty celkových (brutto) investic, konečných zůstatků dlouhodobého majetku a odpisů jsou v následující tabulce:

Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Nehmotný majetek - investice brutto	-	537	672	840
- odpisy	278	278	412	580
- zůstatková hodnota	1 628	1 887	2 147	2 406
Stavby - investice brutto	-	5814	6008	6208
- odpisy	4 184	4 184	4 378	4 578
- zůstatková hodnota	24 516	26 145	27 775	29 404
Stroje - investice brutto	-	10852	12661	14771
- odpisy	5307	5307	7115	9225
- zůstatková hodnota	31 091	36 636	42 182	47 727
Pozemky	972	972	972	972

Tabulka 47: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

7.5 Rentabilita provozně nutného kapitálu

Posledním krokem před předběžným oceněním pomocí generátorů hodnoty je zhodnocení rentability provozně nutného investovaného kapitálu. Jediné, co je potřeba ještě před výpočtem udělat, je stanovit daňovou sazbu pro výpočet plánovaného KPVH po odpisech a daních. Pro účely tohoto ocenění bude tato sazba vypočtena jako průměrná hodnota efektivních daňových sazeb podniku TSS za období 2011-2015.

Následující tabulka obsahuje vypočtené hodnoty KPVH po odpisech a daních z nich odvozené hodnoty rentability investovaného kapitálu:

Rentabilita provozně nutného kapitálu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH (po odpisech a dani)	19184	17895	16804	27133	32401	32537	31717	31325
Investovaný kapitál	54 522	68 364	83 763	90 333	85 312	89 650	97 638	106052
Obrat provozního kapitálu	-	3,19	2,6	2,41	2,35	2,64	2,57	2,45
Rentabilita provozního kapitálu	-	32,82%	24,58%	32,39%	35,87%	38,14%	35,38%	32,08%

Tabulka 48: Rentabilita provozně nutného kapitálu (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Z hodnot KPVH po odpisech a daních můžeme vidět, že objem potřebných investic skrze odpisy tlačí na ziskovou marži, což se projevuje snižováním KPVH v plánovaném období. Spolu s KPVH klesá i rentabilita provozního kapitálu, která se nicméně stále pohybuje ve velmi příznivých hodnotách. Takto vysoká rentabilita zcela jistě povede v závěru ocenění i ke kladné ekonomické přidané hodnotě.

7.6 Předběžné ocenění generátory hodnoty

Posledním krokem při analýze generátorů hodnoty je zpracování předběžného ocenění. Tento krok není nezbytný pro další postup ocenění, nicméně se doporučuje jej zpracovat, protože jeho výpočet umožňuje získat první odhad hodnoty podniku. Kromě toho způsob výpočtu umožňuje sledovat, jak by se hodnota podniku změnila, kdyby plánované generátory hodnoty ve skutečnosti měly příznivější nebo naopak méně příznivou hodnotu.

Rovnice pro výpočet předběžného ocenění je následující:

$$H = \frac{T_{2015} \times (1 + R_{\text{růst tržeb}}) \times \text{zisková marže} - T_{2015} \times R_{\text{růst tržeb}} \times k_{in}}{\text{Diskontní míra} - R_{\text{růst tržeb}}}$$

Tržby na konci roku 2015 byly 212 008 tis. Kč. Při výpočtu je ještě třeba vzít na vědomí, že by tempo růstu tržeb v tomto výpočtu nemělo být uvažované jako vyšší, než kalkulovaná diskontní míra snižená o 3 pb. Diskontní míra představující požadovanou výnosnost se pro toto předběžné ocenění zpravidla odhaduje. Profesor Mařík doporučuje použít 10% diskontní míru pro střední variantu. Další proměnné a vypočtené odhady hodnoty podniku se nachází v následující tabulce:

Generátor hodnoty	Varianta		
	Pesimistická	Střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	2,48%	3,10%	3,72%
Zisková marže po odpisech a po dani	11,03%	13,79%	16,55%
Náročnost růstu tržeb na:			
- růst dlouhodobého majetku	0,991	0,826	0,661
- růst pracovního kapitálu	0,006	0,005	0,004
- Koeficient netto investic (=k _{in})	0,997	0,831	0,665
Kalkulovaná diskontní míra	8,00%	10,00%	12,00%
Hodnota podniku brutto (=H)	339 167	357 596	376 025

Tabulka 49: Předběžné ocenění podniku pomocí generátorů hodnoty (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Pokud by generátory hodnoty měly přesně splnit plán, tak lze odhadovat hodnotu podniku na 357 596 tis. Kč. Pokud by však situace generátorů hodnoty byla o 20% méně příznivá, bude mít podnik odhadovanou hodnotu pouze 339 167 tis. Kč. Kdyby naopak situace byla pro podnik o 20% příznivější tak se hodnota podniku zvýší na 376 025 tis. Kč. Je pozitivní, že hodnota podniku není v tomto případě příliš citlivá na různé varianty. Při uvažovaných dvacetiprocentních odchylkách se hodnota podniku posunula k lepšímu respektive k horšímu pouze o něco málo přes 5%. Jinak toto předběžné ocenění poskytlo představu o tom, jak by mohlo celkové ocenění dopadnout.

8 Finanční plán

Sestavení finančního plánu je dalším velmi důležitým krokem při oceňování podniku. Tento plán je postavený na plánovaných hodnotách majetku, závazků, výnosů a nákladů, které již byly naplánovány při předpovědi generátorů hodnoty. Tyto naplánované položky je poté třeba doplnit o položky, které dosud naplánovány nebyly, z nichž mnohé se v plánu oproti stavu k datu ocenění vůbec měnit nebudou. Finanční plán v podobě účetních výkazů vychází z plánovaného hospodářského výsledku, ze kterého se poté doplňuje plán rozvahy a cash flow.

Přestože celá řada hodnot je pro plán již připravena, tak oceňovatel musí plán kontrolovat, aby například nedošlo k porušení plánované provozně nutné likvidity. Oceňovatel by měl rovněž zohlednit budoucí plány podniku, pokud již bylo k datu ocenění stoprocentně dáno, že budou uskutečněny. Pokud má například podnik jasně naplánovanou a schválenou investici, nebo již dokonce zahájil přípravnou fázi takové investice, je potřeba to v plánu zohlednit.

Kvůli obsáhlosti finančního plánu neobsahují níže zobrazené tabulky veškeré plánované výkazové položky.

8.1 Plán výsledovky

Prvním výkazem, který je potřeba naplánovat, je výsledovka, protože plán tržeb, od kterého se odvíjí hodnoty všech ostatních položek, je obsažen právě v tomto výkazu. Výsledovka je propojena s rozvahou a výkazem cash flow skrz plánovaný hospodářský výsledek za účetní období po dani. Pro plán výsledovky je předpokládána daň z příjmu ve výši 19%, což odpovídá standartní sazbě korporátní daně z příjmu.

V následující tabulce jsou uvedeny položky a výsledek plánu provozního výsledku hospodaření z hlavní činnosti podniku TSS:

Plánovaný KPVH	2016	2017	2018
Obchodní marže	5 245	5 364	5 575
Výkony	224 874	229 987	239 020
Výkonová spotřeba	89 909	91 954	95 565
Přidaná hodnota	140 209	143 397	149 029
Osobní náklady	82 797	84 680	88 006
Daně a poplatky	508	520	540
Odpisy	9 769	11 906	14 384
Ostatní provozní položky	7196	7360	7649
KPVH (provozní činnost)	39 939	38 932	38 451

Tabulka 50: Plán hospodářského výsledku z provozní činnosti (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Následuje dopočet plánovaného čistého zisku (Výsledek hospodaření za účetní období), skrze nákladové úroky a VH z neprovozního majetku. Nákladové úroky propojují výsledovku s rozvahou, protože vychází z plánu úročených zdrojů financování, jako jsou půjčky a úvěry a z plánované úrokové míry. Firma nemá plánované výnosy z dlouhodobého finančního majetku, protože žádný takový majetek nemá, takže jediným dalším neprovozním výnosem jsou úroky z peněz na běžném účtu. Tyto výnosové úroky jsou plánovány jako 0,5% z peněžních prostředků na účtu podniku v předchozím období. Jak již bylo řečeno, daňová sazba se uvažuje ve výši 19%.

Následující tabulka obsahuje zbytek hlavních položek plánované výsledovky včetně čistého zisku:

Plánovaný čistý zisk	2016	2017	2018
Nákladové úroky	495	495	495
VH z neprovozního majetku (výnosové úroky)	331	461	578
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0
Celkový výsledek hospodaření před daní	39 775	38 898	38 533
Daň	7557	7390	7321
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	32 218	31 507	31 212

Tabulka 51: Plán čistého zisku (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

8.2 Plán aktiv a pasiv

Plán rozvahy má mnoho položek již předem určených z výpočtů generátorů hodnoty. Naplánovány jsou zejména položky oběžných aktiv (kromě peněžních prostředků) a dlouhodobého majetku. Nicméně je třeba naplánovat i další položky včetně

neprovozního majetku. Z tohoto důvodu se plánované peněžní prostředky dělí na provozně potřebné a provozně nepotřebné. Plánovaný stav těchto peněžních prostředků vychází z plánu cash flow. Nedokončený dlouhodobý majetek, vykázaný v roce 2015, zůstane ve finančním plánu v nezměněné podobě, protože nelze určit, do které kategorie dlouhodobého majetku ho zařadit. Časové rozlišení se plánuje jako neměnné.

Následuje tabulka hlavních položek plánované rozvahy:

Plán rozvahy (tis. Kč)	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	221 199	253 439	285 946
Dlouhodobý majetek	65 712	73 146	80 580
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 887	2 147	2 406
Dlouhodobý hmotný majetek	63 825	70 999	78 174
<i>Pozemky</i>	972	972	972
<i>Stavby</i>	26 145	27 775	29 404
<i>Samostatné movité věci</i>	36 636	42 182	47 727
<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek</i>	71	71	71
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0
Oběžná aktiva	155 186	179 993	205 066
<i>Zásoby</i>	21 010	21 488	22 332
<i>Pohledávky</i>	42 012	42 967	44 655
<i>Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty)</i>	92 165	115 538	138 079
<i>a) Provozně potřebné</i>	7846	8024	8339
<i>b) Provozně nepotřebné</i>	84 319	107 514	129 740
Časové rozlišení	300	300	300

Tabulka 52: Plánovaná rozvaha – aktiva (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Mařika [1;9])

Druhá část plánu rozvahy spočívá ve stanovení zdrojů pro financování naplánovaného majetku. I zde se u některých položek vychází z výpočtů generátorů hodnoty (krátkodobé závazky). I v této části plánu jsou však položky, pro které platí v rámci finančního plánu speciální pravidla. Zákonný rezervní fond se například bude navyšovat o 5% čistého zisku minulého období. Výsledek hospodaření minulých let se zase každý rok navýší o hodnotu VH předchozího období sníženou o nárůst zákonného rezervního fondu a případnou výplatu dividend, která se plánuje ve výkazu cash flow. V cizích zdrojích se neplánují změny ohledně tvorby rezerv. Standardně se uvažuje, že dlouhodobé závazky zůstávají ve finančním plánu beze změny, nicméně vzhledem ke specifické situaci podniku TSS, je potřeba učinit v nich změnu. Součástí dlouhodobých závazků podniku TSS je i položka představující půjčku od jednoho z vlastníků podniku, ze které plynou firmě nákladové úroky. Tato půjčka je pro lepší přehlednost finančního plánu vyčleněna z dlouhodobých závazků a zařazena mezi bankovní úvěry a výpomoci. I

zde se časové rozlišení uvažuje jako neměnné. Samotné bankovní úvěry se plánují tehdy, pokud by se firma dostala do potíží s nedostatkem peněžních prostředků, zejména kvůli případnému zápornému cash flow. Časové rozlišení v pasivech je stejně jako u aktiv považováno za neměnné.

Následující tabulka obsahuje plán pasiv s ohledem na výše zmíněné postupy plánování:

Plán rozvahy (tis. Kč)	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM	221 199	253 439	285 946
Vlastní kapitál	176 906	208 413	239 625
<i>Základní kapitál</i>	300	300	300
<i>Fondy ze zisku</i>	1 747	3 358	4 933
<i>Zákonný rezervní fond</i>	1 621	3 232	4 807
<i>Statutární a ostatní</i>	126	126	126
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	142 641	173 248	203 180
<i>Výsledek hospodaření běžného období</i>	32 218	31 507	31 212
Cizí zdroje	43 614	44 347	45 642
Dlouhodobé závazky	3 809	3 809	3 809
Krátkodobé závazky	32 239	32 972	34 267
Bankovní úvěry a výpomoci	7 566	7 566	7 566
<i>Půjčka od majitele firmy</i>	7 566	7 566	7 566
<i>Bankovní úvěry dlouhodobé</i>	0	0	0
<i>Krátkodobé bankovní úvěry</i>	0	0	0
Časové rozlišení	679	679	679

Tabulka 53: Plánovaná rozvaha – pasiva (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

8.3 Plán peněžních toků

Postup při plánování CF je nejprve naplánovat peněžní toky z provozního majetku, které se skládají z peněžních toků z provozní činnosti a z peněžních toků z investiční činnosti.

Vychází se z plánu korigovaného provozního výsledku hospodaření z plánované výsledovky, a dále se postupuje, jako při standardním výpočtu provozního CF, pouze místo běžných výkazů použijeme rozpracovanou plánovanou rozvahu. Po úpravě o nepeněžní operace a úpravě o změnu stavu oběžných aktiv je vypočítán CF z provozní činnosti. Investiční činnost představují naplánované brutto investice z generátorů hodnoty, takže celkové CF z provozního majetku je součtem těchto dvou vypočtených peněžních toků.

Výpočet CF z provozního majetku je v následující tabulce:

Peněžní tok z provozní činnosti (tis. Kč)	2016	2017	2018
KPVH	39 939	38 932	38 451
Daň připadající na KPVH	7 588	7 397	7 306
KPVH po daních	32 350	31 535	31 145
Odpisy dlouhodobého majetku	9 769	11 906	14 384
Změna zůstatků rezerv	0	0	0
Změna stavu pohledávek	-6 556	-955	-1 688
Změna stavu krátkodobých závazků	10 761	733	1 295
Změna stavu zásob	-3 055	-478	-844
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	43 269	42 741	44 293
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-17 203	-19 340	-21 818
Peněžní tok z provozního majetku celkem	26 066	23 401	22 474

Tabulka 54: Plánované cash flow z provozní činnosti (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Mařika [1;9])

Dalším postupem k dosažení celkového CF je zapotřebí určit velikost nákladových úroků. Tyto úroky jsou součinem plánovaného úročeného cizího kapitálu a průměrných nákladů na cizí kapitál, jejichž přesný výpočet jedním z předmětů, kterými se zabývá následující kapitola. Diference v platbě daně představuje rozdíl mezi daní z provozní činnosti (19% z KPVH) a celkovou zaplacenou daní (19% za účetní období před daní). Výnosové úroky se přebírají z výsledovky a CF z prodeje majetku se plánuje pouze v případě, že by případný prodej majetku byl součástí již probíhající v plánu zahrnuté investiční činnosti.

CF z finanční činnosti se v plánu objeví zpravidla jen v případě, že se plánují nové úvěry nebo výplaty podílů na zisku. V současné době nejsou dostupné informace o plánované výplatě podílů a není důvod plánovat žádné úvěry, tudíž pro podnik TSS bude naplánované finanční CF nulové.

Konečný plán peněžních toků podniku TSS obsahuje následující tabulka:

Celkový peněžní tok (tis. Kč)	2016	2017	2018
Platba nákladových úroků	-495	-495	-495
Příjmy z neprovozního majetku a mimořádné příjmy	362	467	562
Výnosové úroky	331	461	578
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	31	7	-16
CF z neprovozního majetku (pořízení/prodej)	0	0	0
CF z neprovozního majetku celkem	362	467	562
CF z finanční činnosti	0	0	0
Celkový peněžní tok	25 934	23 373	22 541

Tabulka 55: Plán celkového peněžního toku (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Mařika [1;9])

8.4 Shrnutí finančního plánu

Při vypracování finančního plánu je spousta položek navzájem provázaných. Samotný finanční plán má konečnou podobu, která byla představena v tabulkách, teprve až tehdy, kdy oceňovatel stanoví náklady cizího kapitálu a tím dopočítá nákladové úroky.

Nejdůležitějším cílem při sestavování finančního plánu je, aby všechny plánované výkazy nakonec zapadly do sebe. Teprve tehdy je možné z pohledu oceňovatele hodnotit, zda je plán reálný, a tím pádem, zda je výnosové ocenění firmy proveditelné.

V případě finančního plánu podniku TSS bylo tohoto cíle dosaženo. Přestože získání vyšších tržeb je pro podnik investičně značně náročné, z plánu vyplývá, že i kdyby byla investiční náročnost skutečně tak vysoká jako je v plánu, může si to dovolit. Podnik nicméně kvůli zvyšování výkonů a nutnému investování s tím spojeným dosahuje nižších hospodářských výsledků a peněžních toků, než kterými disponoval v analyzovaném období. Nicméně jak bylo řečeno ve strategické analýze, investování a snaha navyšovat tržní podíl je součástí strategie podniku a dá se předpokládat, že podnik TSS bude tuto strategii uplatňovat, i když prvotní projevy investiční činnosti mohou být nepříznivé.

Finanční plán podniku TSS je tedy reálný, proveditelný a tudíž je na jeho základech možné postavit finální ocenění výnosovými metodami DCF a EVA.

9 Náklady kapitálu

Stanovení nákladů kapitálu je posledním krokem nezbytným pro zpracování finálního ocenění. Náklady kapitálu v tomto případě zastoupené veličinou WACC – průměrné vážené náklady kapitálu, představují minimální požadovanou výnosnost podnikových provozních aktiv. Do výpočtu budou vstupovat jako diskontní míra, která bude budoucí peněžní toky a hodnoty EVA převádět na současnou hodnotu.

Pro výpočet WACC je nejprve nutné stanovit zvlášť sazby nákladů cizího kapitálu a nákladů vlastního kapitálu. Zbytek výpočtu je potom už pouze váženým průměrem těchto sazeb, přičemž váhy tvoří podíl příslušných složek na celkovém úročeném kapitálu.

9.1 Náklady cizího kapitálu

Při ocenění podniku oceňovatel teprve vypočtením těchto nákladů může dokončit sestavování finančního plánu, protože teprve pomocí této sazby je možné naplánovat nákladové úroky. Výpočet nákladů cizího kapitálu je v zásadě pouze výpočtem univerzální úrokové míry pro veškerý úročený cizí kapitál, kterým podnik disponuje. V podniku TSS je jediným takovým kapitálem již zmiňovaná půjčka, kterou poskytl firmě jeden ze společníků.

V tabulce jsou vypočteny náklady cizího kapitálu podniku TSS:

Náklady cizího úročeného kapitálu	2011	2012	2013	2014	2015
Půjčka od společníka	9 900	9 893	10 076	7 583	7 566
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Úvěry celkem	9 900	9 893	10 076	7 583	7 566
Nákladové úroky	692	675	597	515	514
Efektivní úroková sazba	-	6,82%	6,03	5,11%	6,78%
Průměrné náklady cizího kapitálu	6,54%				

Tabulka 56: Průměrné náklady cizího kapitálu (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1:9])

Univerzální úroková míra podniku TSS, která představuje náklady cizího kapitálu je 6,54%. Tato informace je prvním prvkem potřebným k určení nákladů kapitálu WACC.

9.2 Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu představují požadovanou výnosnost vlastníků a jejich výpočet je komplexnějším problémem, než výpočet univerzální úrokové míry, protože není možné najít jednoznačný způsob, jak náklady vlastního kapitálu určit. Kategorie hodnoty se odlišují především v tom, jakým způsobem náklady kapitálu definují. U subjektivního ocenění například jde o náklady konkrétního investora a u tržní hodnoty zase o průměrného tržního investora. Každý přístup navíc jinak přistupuje k rizikovým přírůzkům a některé aspekty stanovení nákladů VK jsou zase na subjektivním uvážení oceňovatele.

V případě tohoto ocenění, kdy je podstatou stanovení objektivizované hodnoty, která usiluje o co nejreprodukovatelnější výsledek ocenění, bude pro určení nákladů vlastního kapitálu použita metoda CAPM. Tento model zjednodušeně řečeno určuje náklady vlastního kapitálu na základě veřejně dostupných údajů o výnosnosti kapitálově vyspělých kapitálových trhů s dlouhou historií. Při výpočtu původní model CAPM vychází z kapitálového trhu USA, takže při stanovení nákladů VK podniku TSS bude použita modifikace tohoto modelu vytvořená profesorem Damodaranem, který stanovil rizikové prémie pro země nepodnikající na trhu USA. Výpočtová rovnice modifikovaného Damodaranova modelu má následující tvar:

$$N_{VK} = r_{f(USA)} + \beta \times RPT_{(USA)} + RPZ$$

Bezrizikovou výnosnost [r_f] představuje výnosnost 10 letých vládních dluhopisů USA. K této bezrizikové výnosnosti se přičítá koeficient β , který představuje konkrétní míru rizika spojenou s daným oborem podnikání. U podniků, které využívají úročený cizí kapitál, je potřeba do výpočtu původní, nezádlužený koeficient β převést na zadlužený. Výpočet zadluženého koeficientu beta z nezádluženého je následující:

$$\beta_z = \beta_n \times (1 + (1 - t) \times \varphi)$$

Ve vzorci koeficient φ představuje poměr úročených cizích zdrojů a vlastního kapitálu a prvek $(1 - t)$ zase hodnotu úrokového daňového štítu. Koeficient β se v rovnici modelu CAPM násobí s rizikovou prémie kapitálového trhu USA. Poté je třeba přičíst hodnotu rizikové prémie země, která je součinem rizika selhání země a rizikové prémie spojenou s vyšším rizikem akcií a podnikových podílů oproti bezpečnějším dluhopisům.

Riziko selhání země představuje riziková prémie na ratingu, který dané zemi přidělila jedna ze seriózních ratingových agentur. Profesor Damodaran doporučuje výslednou RPZ ještě upravit o rozdíl v inflaci ekonomiky Spojených států a ekonomiky země oceňovaného podniku, v tomto případě České republiky.

Tímto způsobem lze dojít k nákladům vlastního kapitálu z bezrizikové výnosnosti zohledněním systematického rizika podniku z titulu oboru podnikání a země, ve které podniká. Profesor Mařík nicméně doporučuje v této fázi ještě zvážit použití další rizikové přírážky, která by zohledňovala i specifické riziko podniku. V prostředí českého trhu existují totiž vlastníci podniků, které nejsou veřejně obchodovatelné na kapitálovém trhu. Vlastníci takových podniků většinou nemají možnost diverzifikovat riziko a většinou nemají ani snadnou možnost, jak se z investice v podniku, který se začne vyvíjet nepříznivě, vyvázat. Velikost takové přírážky vychází z odhadu věřitele po zvážení specifických rizik podniku. [1;7;5]

Následující tabulka obsahuje výpočet nákladů vlastního kapitálu včetně dílčích výpočtových hodnot modelu CAPM:

Výpočet nákladů vlastního kapitálu (Damodaranova modifikace modelu CAPM)	
Bezriziková výnosnost (10-leté vládní dluhopisy USA)	2,24%
Riziková prémie kapitálového trhu USA	4,62%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země	1,0%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková prémie země	1,5%
Riziková prémie země upravená o rozdíl v inflaci	1,33%
Specifické riziko podniku TSS – vlastnická struktura 50:50	2,25%
Beta nezadlužené (Machinery)	0,94
Poměr cizího a vlastního kapitálu [φ]	0,02
Daňová sazba	19,00%
Beta zadlužené	0,95
Náklady vlastního kapitálu	10,20%

Tabulka 57: Metoda CAPM (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle modelu CAPM prof. Damodarana [1;9])

Stanovení nákladů kapitálu touto metodou má jedinou nevýhodu spočívající ve vyhledávání velkého množství informací z různých informačních zdrojů. Je proto důležité dbát na to, aby zdroje dat vstupujících do tohoto výpočtu měly co možná největší důvěryhodnost.

Data pro výpočet modelu CAPM byly získány z těchto zdrojů. Hodnota desetiletých vládních dluhopisů byla přejatá ze stránek ministerstva financí USA

www.treasury.gov. Riziková prémie kapitálového trhu a hodnota nezádlužené bety pochází z webu profesora Damodarana. Rovněž z těchto stránek pochází úroveň rizikové premie k desetiletým vládním dluhopisům pro země s ratingem A1, což je rating České republiky udělený ratingovou agenturou Moodys. Údaje o rozdílu průměrné inflace mezi USA a ČR pochází z makroekonomické předpovědi Ministerstva financí České republiky a z amerického analytického webu knoema.com.

Co se stanovení specifického rizika podniku TSS týče, byly zváženy silné a silné stránky podniku. Podnik beze sporu dosahuje příznivých výsledků hospodaření a je finančně stabilní. Nedá se proto v současnosti předpokládat riziko bankrotu či insolvence. Jediná skutečnost zasluhující si udělení rizikové premie je současný stav vlastnické struktury podniku. Podnik TSS je společnost s ručením omezením se dvěma společníky, kteří mají oba padesátiprocentní podíl na základním kapitálu. Pokud by mezi nimi vznikl vážný spor, který by si nedokázali mezi sebou vyřešit, mohlo by dojít k paralýze vedení podniku spojené s neschopností učinit jakékoli rozhodnutí. Takový rozkol by pak zajistě ovlivnil fungování celého podniku a v extrémním případě by mohl skončit zánikem podniku v jeho současné formě. U jiných podniků při podobné situaci bývá použita riziková premie mezi 2-3%. Při hodnocení vážnosti tohoto rizika a tedy i výše premie se bere v úvahu na jedné straně to, že spolu vlastníci mají dle svého vlastního tvrzení dlouholeté dobré vztahy a oba mají vůli vést společně podnik ke stále větším úspěchům. Na druhé straně je zde však podstatný (prakticky generační) věkový rozdíl a rozdílné vědomostní zaměření vlastníků, které je již nyní zdrojem občasných drobných neshod. Dá se tedy říct, že přestože nebezpečí sporu není pravděpodobné, tak se ale také nedá říct, že by bylo úplně nereálné. Z těchto důvodů byla při určení nákladů vlastního kapitálu použita premie za specifické riziko ve výši 2,25% [15;1]

Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu z modelu CAPM je tedy 10,2%.

9.3 Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC)

Výpočet WACC je už posledním krokem před finálním výpočtem hodnoty podniku. Nicméně výpočet je zároveň s tímto posledním krokem provázaný. Váha, kterou se náklady vlastního kapitálu podílí na WACC, je totiž určená právě hodnotou vlastního kapitálu vzešlou z finálního ocenění.

Při konstrukci výpočtů se tedy oceňovatel musí po dokončení konečných výpočtů k výpočtu WACC vrátit, a provést tzv. citlivostní analýzu iteračního výpočtu buď ručně, nebo pomocí příslušného algoritmu tak, aby se odhadnutá hodnota VK v tomto výpočtu co nejvíce podobala hodnotě VK z finálního ocenění. Vzhledem k tomu, že hodnota VK je vyjádřena v tisících korun, není nutné snažit se o přesnější výpočet než na pět desetinných míst představujících haléře. [1]

Následuje tabulka výpočtu průměrných vážených nákladů na kapitál:

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)			
	tis. Kč	Podíl	Náklady
Vlastní kapitál	383 969	98,07%	10,20%
<i>Půjčka od společníka</i>	7 566	1,93%	-
<i>Bankovní úvěry dlouhodobé</i>	0	0,00%	-
<i>Bankovní úvěry krátkodobé</i>	0	0,00%	-
Cizí kapitál celkem	7 566	1,93%	5,30%
Celkový zpoplatněný kapitál	391 535	100,00%	10,11%

Tabulka 58: Výpočet WACC podniku TSS (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Výsledná hodnota WACC byla výpočtem a po provedení citlivostní analýzy stanovena na 9,91%. Hodnota se jen velmi málo liší od nákladů vlastního kapitálu, protože právě vlastní kapitál má ve firmě dlouhodobě dominantní pozici.

10 Výsledné ocenění podniku TSS spol. s r.o.

Finální ocenění je zakončením celého procesu ocenění. Stanovení hodnoty podniku proběhne použitím dvou již zmiňovaných metod: metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) a metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA). Obě metody by měli ocenit vlastní kapitál podniku shodně.

10.1 Metoda DCF

Při oceňování podniku pomocí této metody spočívá v určení hodnoty podniku jako součtu všech budoucích peněžních toků od data ocenění do neurčita diskontovaného na současnou hodnotu. Výpočet metody DCF se dělí na dvě fáze. První fáze vychází z hodnot CF vypočítaných v rámci finančního plánu. Druhá fáze výpočtu stanoví pokračující hodnotu peněžních toků podniku od 4. roku po datu ocenění (2019) až do nekonečna.

Následující tabulky obsahují údaje z předchozích kroků ocenění potřebné pro výpočet první a druhé fáze DCF:

Investovaný provozně nutný kapitál k 31. 12.	2015	2016	2017	2018	2019
Provozně nutný dlouhodobý majetek	58 278	65 712	73 146	80 580	
Upravený pracovní kapitál	25 406	24 009	24 563	25 543	
Investovaný kapitál celkem	83 684	89 721	97 709	106 123	108 092
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	39 888	39 939	38 932	38 451	
KPVH po upravené dani	32 309	32 350	31 535	31 145	31 723

Tabulka 59: Podklady pro DCF - Investovaný kapitál (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Podklady pro odhad druhé fáze	2016	2017	2018
Tempo růstu KPVH	0,13%	-2,52%	-1,24%
Míra investic netto	18,66%	25,33%	27,01%
Rentabilita investic netto	-0,62%	-18,49%	-4,84%
Rentabilita investovaného kapitálu	38,66%	35,15%	31,88%

Tabulka 60: Podklady pro výpočet 2. fáze metody DCF (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

10.1.1 1. fáze – Volné CF

Výpočet 1. fáze metody DCF probíhá podle následujícího předpisu:

$$1. \text{ fáze} = \sum \left(\frac{FCFF_i}{WACC^i} \right)$$

Následující tabulka obsahuje výpočet diskontovaného volného cash flow (FCFF) podle tohoto předpisu:

1. Fáze - volné cash flow	2016	2017	2018
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	39 939	38 932	38 451
Upravená daň	7 588	7 397	7 306
Korigovaný provozní VH po dani	32 350	31 535	31 145
Odpisy	9 769	11 906	14 384
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-17 203	-19 340	-21 818
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	1 397	-555	-980
Volné cash flow (FCFF)	26 314	23 546	22 731
Odúročitel:	0,908	0,825	0,749
Diskontované FCFF k 1. 1. 2016	23 897	19 419	17 025

Tabulka 61: Výpočet diskontovaného volného cash flow (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Hodnota první fáze je součtem na současnou hodnotu diskontovaných volných peněžních toků z předpovídaného tříletého období. V případě podniku TSS je tato hodnota 60 351 tis. Kč.

10.1.2 2. fáze – pokračující hodnota

Existují dva různé způsoby, jak vypočítat pokračující hodnotu podniku v rámci 2. fáze metody DCF: Gordonův vzorec a Parametrický vzorec. Přestože oba modely počítají hodnotu 2. fáze trochu jiným způsobem, musí oba dosáhnout stejného výsledku. Následující rovnice je předpisem pro výpočet hodnoty 2. fáze podniku TSS pomocí Parametrického vzorce:

$$2. \text{ fáze} = \frac{KPVH_{2019} \cdot \left(1 - \frac{g}{\text{rentabilita investic}}\right)}{WACC - g}$$

Rovnice výpočtu 2. fáze pomocí Gordonova vzorce je následující:

$$2. \text{ fáze} = \frac{FCFF_{2019}}{WACC - g}$$

Stanovit předpokládané tempo růstu (g) pro výpočet pokračující hodnoty, je velice důležitý prvek finálního ocenění a zároveň jeden z posledních úkolů, kdy musí oceňovatel použít svůj subjektivní názor. Výběr této proměnné má určitá pravidla, v rámci kterých se určí hranice, mezi nimiž by se tempo růstu konkrétního podniku mělo nacházet. Jako maximální možnou hodnotu předpokládaného tempa růstu se považuje očekávaný růst nominálního HDP (HDP ve stálých cenách + míra inflace). Za minimální hranici tempa růstu se obecně považuje očekávaná míra inflace. Při odhadu budoucího růstu HDP a míry inflace jako jejich průměru za posledních deset let, byly hranice intervalu pro určení tempa růstu stanoveny jako 1,86% - 3,28%. Přestože podnik měl v analyzovaném období dobrý růstový předpoklad, je třeba brát v úvahu i období finančního plánu, kdy se podniku začaly snižovat peněžní toky i hospodářské výsledky. Za této situace bude uvažována hodnota budoucího tempa růstu pro pokračující hodnotu jako 1,86%, což je na spodní hranici uvažovaného intervalu.

Rentabilita netto investic je vyjádřena jako podíl tempa růstu tržeb a míry netto investic do investovaného provozního kapitálu.

Následující tabulka obsahuje výpočet pokračující hodnoty podniku TSS pomocí Parametrického i Gordonova vzorce:

2. fáze - pokračující hodnota	
Tempo růstu	1,86%
Míra investic netto do DM a PK	6,21%
Rentabilita investic netto	29,89%
FCFF 2019	29 754
Parametrický vzorec	360 643
Gordonův vzorec	360 643

Tabulka 62: Výpočet pokračující hodnoty podniku (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Mařika [1;9])

Výpočtem pomocí obou výše jmenovaných vzorců byla stanovena hodnota 2. fáze výpočtu DCF na 360 643 tisíc Kč. Po diskontování činí tato hodnota 270 180 tisíc Kč.

10.1.3 Výsledné ocenění vlastního kapitálu

Po výpočtu současné hodnoty 1. a 2. fáze zbývá k dosažení konečné hodnoty již jen odečíst od součtu těchto současných hodnot úročený cizí kapitál a naopak přičíst hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění. Závěr výpočtu obsahuje následující tabulka:

Výsledné ocenění VK k 1. 1. 2016		
Současná hodnota 1. fáze	60 351	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	270 180	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	330 531	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	7 566	tis. Kč
Provozní hodnota netto	322 965	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	61 004	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	383 969	tis. Kč

Tabulka 63: Výsledná hodnota VK podle metody DCF k 1.1. 2016 (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Mařka [1;9])

Hodnota vlastního kapitálu podniku TSS spol. s r.o. byla výnosovou metodou DCF entity spočítána jako 383 969 tisíc korun.

10.2 Metoda EVA

Výpočet ekonomické přidané hodnoty má stejně jako metoda DCF dvě fáze výpočtu. Hodnota 1. fáze se počítá jako součet na současnou hodnotu diskontovaných ekonomických přidaných hodnot, které podnik vygeneruje během plánovaného tříletého období. Pokračující hodnota 2. fáze se potom vypočítá obdobným výpočtem jako u Gordonova vzorce, jen místo hodnoty volného CF na počátku pokračující hodnoty (rok 2019) do výpočtu vstupuje hodnota EVA za rok 2019. Tempo růstu tržeb pro výpočet pokračující hodnoty se řídí stejnými pravidly jako u metody DCF.

10.2.1 1. fáze – současná hodnota

Výpočet hodnoty první fáze metody EVA má následující rovnici:

$$1. \text{ fáze} = \sum \left(\frac{EVA_i}{WACC^i} \right)$$

Následuje tabulka výpočtu diskontovaných hodnot EVA pro 1. fázi výpočtu:

1. fáze – současné hodnoty EVA	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	32 309	32 350	31 535	31 145	31 723
NOA (ke konci období)	83 684	89 721	97 709	106 123	108 092
WACC x NOA _{t-1}	x	8 457	9 067	9 874	10 724
EVA		23 894	22 469	21 271	20 999
Odúročitel pro diskontní míru (WACC)		0,908	0,825	0,749	
EVA diskontovaná		21 701	18 534	15 936	

Tabulka 64: Výpočet diskontované ekonomické přidané hodnoty pro 1. fázi ocenění (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Současná hodnota 1. fáze ocenění podniku počítaná metodou EVA je 56 170 tisíc korun. Ve výpočtu ekonomické přidané hodnoty je výsledek hospodaření NOPAT ekvivalentem dosud používaného KVPH po upravené dani. Ukazatel čistých operačních aktiv NOA je zase ve své podstatě shodný provozně nutným investovaným kapitálem.

10.2.1 2. fáze – pokračující hodnota

Pokračující hodnota metodou EVA se počítá podle následujícího vzorce:

$$2. \text{ fáze} = \frac{EVA_{2019}}{WACC - g}$$

Následující tabulka obsahuje vypočítanou pokračující hodnotu podle metody EVA na základě uvedené rovnice:

2. fáze – pokračující hodnota podniku	
Tempo růstu	1,86%
Míra investic netto	6,21%
Pokračující hodnota	254 520

Tabulka 65: Pokračující hodnota podniku podle metody EVA (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Maříka [1;9])

Pokračující hodnota podniku TSS vyšla metodou EVA na 254 520 tisíc korun. Použité tempo růstu tržeb pro výpočet této hodnoty vychází ze stejných úvah jako u metody DCF a je tím pádem nutné, aby bylo pro obě metody stejné. Při diskontování na současnou hodnotou bude hodnota 2. fáze 190 677 tisíc korun.

10.2.2 Výsledné ocenění vlastního kapitálu podle EVA

Před závěrečným výpočtem je možné porovnat rozdíly při výpočtu hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF a metodou EVA. Zatím metoda ekonomické přidané hodnoty vypočítala nižší hodnoty první i druhé fáze než metoda DCF, nicméně do

závěrečného ocenění ještě připočítá hodnotu provozních aktiv k datu ocenění, což tento rozdíl vyrovná.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu se podle metody EVA nyní spočítá tak, že k součtu hodnot první a druhé fáze (tzv. MVA), se přičte hodnota NOA (provozně nutného investovaného kapitálu) k datu ocenění, hodnota neprovozního majetku k datu ocenění a odečte se veškerý úročený cizí kapitál. Následující tabulka zachycuje tento postup:

Výsledné ocenění podle EVA k 1. 1. 2016		
Současná hodnota 1. fáze	56 170	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	190 677	tis. Kč
MVA	246 847	tis. Kč
NOA k datu ocenění	83 684	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	330 531	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	7 566	tis. Kč
Provozní hodnota netto	322 965	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	61 004	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	383 969	tis. Kč

Tabulka 66: Výpočet konečného ocenění podle EVA (Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat podniku TSS spol. s r.o. podle návodu profesora Mařika [1;9])

Výpočtem výnosovou metodou ekonomické přidané hodnoty byla stanovena hodnota vlastního kapitálu podniku TSS spol. s r.o. na 383 969 tisíc korun.

11 Zhodnocení ocenění

Hodnota podniku Třebechovická slévárna a strojírna - TSS spol. s r.o. byla při použití výnosových metod DCF a EVA stanovena na **427 966** tisíc korun. Jedná se o netto hodnotu podniku, tj. hodnotu pouze pro vlastníky podniku. Brutto hodnota se od netto hodnoty podniku liší pouze o velikost půjčky firmě od společníka o velikosti přibližně 7,5 milionu korun a hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění. Brutto hodnota podniku TSS je podle obou metod **374 528** tisíc korun. Výsledek sám o sobě pro podnik rozhodně není špatný, protože účetní hodnota veškerého majetku firmy byla k datu ocenění 178 220 tisíc korun, což je o něco méně než polovina hodnoty ocenění.

Toto ocenění staví na základech položených při zpracovávání strategické a finanční analýzy podniku TSS. Informace, získané z účetních výkazů, pozorování a pohovorů v oceňovaném podniku byly využity při prognóze tržeb podniku, které představují strážlivý a dosažitelný odhad růstu, a následném plánování generátorů hodnoty, které vyústilo v reálný a pro podnik proveditelný finanční plán. Na základě informací z finanční i strategické analýzy byla rovněž zhodnocena specifická situace podniku a stanovena riziková premie za specifické riziko při výpočtu nákladů kapitálu, což vedlo až ke konečnému výsledku ocenění.

Výsledná hodnota podniku mohla být ještě o něco vyšší, kdyby nebylo nepříjemných následků vysoké náročnosti investic do dlouhodobé majetku (především do strojů) na růst tržeb. Kvůli vysoké náročnosti podnik po navýšení tržeb dosahoval nižšího výsledku hospodaření a generoval nižší cash flow, než předtím s nižšími tržbami. Dá se tedy říct, že podnik ztratil hodnotu tím, že investoval do zvýšení produkce a hodnota jeho vlastního kapitálu by tak byla dost možná vyšší, kdyby tak neučinil. Nicméně není možné opomenout fakt, že právě snaha investovat a navyšovat tržní podíl je konzistentní s vizí a strategií majitelů podniku TSS a nedá se očekávat, že by podnik s investicemi přestal jen proto, že by mu v blízké budoucnosti kvůli tomu hrozilo zhoršení výsledků.

Pro podnik z toho vyplývá, že by si při své budoucí činnosti měl dávat pozor na to, jak se mu prováděná investiční činnost vrací v tržbách. Vysoká investiční náročnost, která se podepsala na výsledku ocenění, vznikla analýzou dopadů jediného velkého investičního projektu při plánování generátorů hodnoty. Je možné, že se úplný nárůst tržeb z tohoto projektu ještě nestihl úplně projevit nebo prostě investice z hlediska nových tržeb nevyšla tak, jak bylo plánováno. Vzhledem k dostupným informacím však nebyla jiná možnost, než uvažovat investiční náročnost ve vypočtené hodnotě.

Závěr

Základním cílem této práce bylo stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity včetně provedení patřičných dílčích kroků specifikovaných v zadání diplomové práce. Za tímto účelem byl vybrán podnik TSS, spol. s r.o. Při oceňovacím procesu byla využita v první řadě data obsažená ve veřejných výročních zprávách. Další informace potřebné pro provedení ocenění byly získány přímo na místě formou pozorování a rozhovoru s managementem firmy.

Pomocí těchto vstupních informací byla postupně zpracována strategická a finanční analýza, ze které poté vyšel finanční plán, odhad nákladů kapitálu a ocenění podniku pomocí metody DCF, které bylo následně potvrzeno metodou EVA. Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku je vyšší než jeho účetní hodnota. Díky tomu je zřejmé, že je podnik perspektivní a že použití výnosového ocenění bylo na místě. Vzhledem k tomu je možné v závěru této práce prohlásit, že zadaného cíle práce bylo dosaženo.

Realizace této práce však měla i další pozitivní dopady. V první řadě závěry této práce umožňují majitelům podniku TSS získat představu a skutečné hodnotě jejich vlastnictví. A i když závěry ocenění jsou vzhledem k přirozené subjektivitě oceňovacího procesu diskutovatelné, značná část dílčích informací a analýz zpracovaných v průběhu má informační hodnotu i samostatně jak pro majitele, tak pro management.

Další pozitivní přínos měla práce na samotného autora. Zpracováváním náročné problematiky oceňování se autor mnohé naučil, a to nejen v oblasti odborných znalostí či matematických výpočtů. Během realizování této práce získal autor také cenné zkušenosti v oblasti vyhledávání a práce s informacemi a komunikace s managementem firem. V neposlední řadě se autor seznámil s názory různých autorů odborné literatury zabývajících se danou problematikou, a tím si podstatně rozšířil obzory v oblasti oceňování.

Tato práce však také poukazuje na problémy, se kterým se každý oceňovatel ve větší či menší míře potýká při každém ocenění. Absence jasných pravidel pro provádění oceňování podniků na území České republiky vede k tomu, že subjektivita oceňovacích posudků je o dost vyšší, než by bylo nutné. K této situaci rovněž přispívá fakt, že vstupní informace o podnicích a odvětvích podnikání nejsou pro tyto účely optimální a každý oceňovatel je tak odkázán na své schopnosti a zdroje při hledání a vyhodnocování těchto informací.

Seznam literatury

- [1] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 402 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [2] MLČOCH, J. *Oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6
- [3] SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6
- [4] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 139 s. ISBN 978-80-247-3308-1
- [5] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: C.H. Beck, 1999. 402 s. ISBN 80-86119-57-2
- [6] SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2. vyd., Grada Publishing, a. s., 2012. 272 s. ISBN 978-80-247-4004-1
- [7] SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2001, str. 126. ISBN 80-7226-562-8
- [8] Analytické materiály – Ministerstvo průmyslu a obchodu. www.mpo.cz [online]. 2017 [cit. 2017-03-01] Dostupné z: <<https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>>
- [9] Veřejný rejstřík a Sbírka listin – Ministerstvo spravedlnosti České republiky. or.justice.cz [online]. 2017 [cit. 2017-02-01] Dostupné z: <[https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma)>
- [10] Makroekonomická predikce – Ministerstvo finance ČR. [Mfc.cz](http://mfc.cz). 2017 [cit. 2017-03-25]. Dostupné z: <<http://www.mfc.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-leden-2017-27446>>
- [11] Česká republika od roku 1989 v číslech -2016 – český statistický úřad. www.czso.cz [online]. 2017 [cit. 2017-04-03] Dostupné z <<https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-od-roku-1989-v-cislech-w0i9dxmghn>>
- [12] Graf EUR/Kč od 19.5.2012 do 18.5.2017 – Kurzycz. www.kurzy.cz [online]. 2017 [cit. 2017-3-27] Dostupné z <<http://www.kurzy.cz/kurzy-men/grafy/nr/CZK-EUR/od-19.5.2012/>>

- [13] Certifikace. *pro-cert.cz*. [online]. 2014 [cit-2017-03-28]. Dostupné z: <http://procert.cz/certifikace/?show=2#show2/>
- [14] MLČOCH, J. Oceňování podniku, Praha: Linde Praha a.s., 1998. ISBN 80-7201-145-6
- [15] MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6
- [16] MAŘÍK, M. a MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: EKOPRESS, s.r.o. 2005. ISBN 80-86119-61-0
- [17] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 139 s. ISBN 978-80-247-3308-1
- [18] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. upravené vydání. Praha: EKOPRESS, 2008. 192s. ISBN 978-80-86929-44-6
- [19] MLČOCH, J. *Inovace a výnosnost podniku*. 1. vydání. Praha: Linde a.s., 2002. 187 s. ISBN 80-7201-302-5
- [20] SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179- 367-1.
- [21] SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2. vydání., Grada Publishing, a. s., 2012. 272 s. ISBN 978-80-247-4004-1.
- [22] GERŠLOVÁ, J. *Vádemékum vědecké a odborné práce*. 1. vyd. Šenov: Harok, 2009. 149 s. ISBN 978-80-7431-002-7.
- [23] Zákon č. 513/1991 Sb., *obchodní zákoník*. businesscenter.cz. [online]. © 1998-2017 [cit. 2017-01-12].
Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>
- [24] Zákon č. 90/2012 Sb., *o obchodních korporacích*. businesscenter.cz. [online]. © 1998-2017 [cit. 2017-01-12].
Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchodni-korporace/>
- [25] Zákon č. 89/2012 Sb., *občanský zákoník*. businesscenter.cz. [online]. © 1998-2017 [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/>
- [26] Zákon č. 563/1991 Sb., *o účetnictví*. businesscenter.cz. [online]. © 1998-2017 [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/ucto/>
- [27] Strouhal, Jiří. Účetní závěrka. 2. Aktualizované vydání. Praha: Walters Klumer ČR, a.s., 2011. 304 stran, ISBN 978-80-7357-692-9

- [28] US Inflation Forecast 2015-2020 and up to 2060, Data and Charts – Knoema.
http://knoema.com. [online] 2017 [cit. 2017-4-15] Dostupné z:
<<https://knoema.com/kyaewad/us-inflation-forecast-2015-2020-and-up-to-2060-data-and-charts>>
- [29] Daily Treasury Yield Curve Rates – U.S. Department of the Treasury.
www.treasury.gov. [online] 2017 [cit. 2017-4-15] Dostupné z:
<<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2016>>
- [30] Damodaran online. *http://pages.stern.nyu.edu* [online] 2017 [cit. 2017-4-15]
Dostupné z: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>
- [31] Default Spreads for 10-year Corporate Bonds: 2015 thru 2017 – Damodaran online.
http://pages.stern.nyu.edu [online] 2017 [cit. 2017-5-22] Dostupné z:
< <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/bondspreads2017.xls>>
- [32] Sbírka zákonů ČR – Zákony pro lidi. *www.zakonyprolidi.cz* [online] 2017
[cit. 2017-5-24] Dostupné z: <<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/sbirka>>

Seznam použitých zkratek

A	Aktiva
BOZP	Bezpečnost a ochrany zdraví při práci
Bú	Běžný účet
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Peněžní tok (cash flow)
CK	Cizí kapitál
CZ	Cizí zdroje (cizí kapitál)
CZK (nebo Kč)	Česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČOM	Čistý obchodní majetek
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Metoda diskontovaných peněžních toků (cash flow)
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DOP	Doba obratu pohledávek
DOZ	Doba obratu závazků
DOZa	Doba obratu zásob
DPH	Daň z přidané hodnoty
EAT	Zisk po zdanění
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EBT	Zisk před zdaněním
EMAS	Systém ekologického řízení a auditu
EMS	Systém environmentálního managementu
EU	Evropská unie
EUR	Euro
ESF	Evropské sociální fondy
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
EVS	Evropské oceňovací standardy
FCF	Volný peněžní tok

FCFF	Volný peněžní tok do firmy
g	Tempo růstu tržeb
HDP	Hrubý domácí produkt
i	(Kalkulovaná) úroková míra
IN05	Souhrnný index finanční důvěryhodnosti manželů Neumaierových
ISO	Mezinárodní organizace pro normalizaci
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
IVSC	Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KPZ	Korigovaný provozní zisk
KZ	Krátkodobé závazky
MVA	Hodnota přidaná trhem
N	Náklady
NACE	Statistická klasifikace ekonomických činností
NATO	Severoatlantická aliance
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
OA	Oběžná aktiva
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OSN	Organizace spojených národů
P	Pasiva
pb	Procentní body
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROCE	Rentabilita investovaného kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SLEPTE	Analýza vnějšího okolí podniku (sociálních, legislativních, ekonomických, politických, technologických a environmentálních faktorů)
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
T	Tržby
USD	Americký dolar

VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál

Seznam obrázků

OBRÁZEK 1: LOGO PODNIKU TSS ZDROJ:	46
OBRÁZEK 2: VÝVOJ MĚNOVÉHO KURZU EUR/CZK (ZDROJ:[12]).....	56
OBRÁZEK 3: GRAF VYSVĚTLUJÍCÍ FUNKCE PARABOLICKÉHO TRENDU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT MAKROEKONOMICKÉ PREDIKCE MINISTERSTVA FINANČÍ [11;1]).....	99
OBRÁZEK 4: GRAF SKUTEČNÝCH A PREDIKOVANÝCH VÝKONŮ PODNIKU TSS SPOL. S R.O. ((ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT MAKROEKONOMICKÉ PREDIKCE MINISTERSTVA FINANČÍ [11;1])	100

Seznam tabulek

TABULKA 1: VÝVOJ OBYVATELSTVA (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT ČESKÉHO STATISTICKÉHO ÚŘADU [11])	50
TABULKA 2: PODÍL EKONOMICKY AKTIVNÍHO OBYVATELSTVA (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT ČESKÉHO STATISTICKÉHO ÚŘADU [11])	51
TABULKA 3: VÝVOJ VZDĚLANOSTI OBYVATELSTVA (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT ČESKÉHO STATISTICKÉHO ÚŘADU [11])	51
TABULKA 4: VÝVOJ HDP (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ HODNOT Z WEBU [10])	54
TABULKA 5: VÝVOJ MÍRY INFLACE (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ POMOCÍ DAT Z WEBU [10])	54
TABULKA 6: VÝVOJ ZAMĚSTNANOSTI V ČR (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ POMOCÍ DAT Z MAKROEKONOMICKÉ PREDIKCE MINISTERSTVA FINANČÍ [10])	55
TABULKA 7: SROVNÁNÍ VÝKONŮ PODNIKU TSS A ODVĚTVÍ C 25 PODLE NACE (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU A FINANČNÍ ANALÝZY PODNIKOVÉ SFÉRY [9,])	60
TABULKA 8: HODNOCENÍ BARIÉR VSTUPU V RÁMCI ODVĚTVÍ C 25 PODLE NACE (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ ÚDAJŮ Z FAPS [8])	63
TABULKA 9: VYHODNOCENÍ KVALITY MANAGEMENTU PODNIKU TSS (ZDROJ VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ PODLE NÁVODU PROF. MAŘÍKA [1])	67
TABULKA 10: VYHODNOCENÍ STAVU VÝKONOVÉHO PERSONÁLU PODNIKU TSS (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ PODLE NÁVODU PROF. MAŘÍKA [1])	68
TABULKA 11: VYHODNOCENÍ INOVAČNÍ SÍLY PODNIKU TSS (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ PODLE NÁVODU PROF. MAŘÍKA [1])	69
TABULKA 12: VYHODNOCENÍ STAVU DLOUHODOBÉHO MAJETKU FIRMY TSS (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ PODLE NÁVODU PROF. MAŘÍKA [1])	70
TABULKA 13: VYHODNOCENÍ KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU TSS (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ PODLE NÁVODU PROF. MAŘÍKA [1])	71
TABULKA 14: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA AKTIV - ABSOLUTNÍ HODNOTY (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	73
TABULKA 15: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA AKTIV (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	73
TABULKA 16: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA AKTIV - POMĚROVÉ VYJÁDRĚNÍ VZHLEDEM K PŘEDCHOZÍMU ROKU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	74
TABULKA 17: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA PASIV - ABSOLUTNÍ HODNOTY (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	75
TABULKA 18: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA PASIV - POMĚROVÉ VYJÁDRĚNÍ VZHLEDEM K PŘEDCHOZÍMU ROKU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	76
TABULKA 19: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA PASIV (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	76
TABULKA 20: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKY – ABSOLUTNÍ ČÍSLA (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	78
TABULKA 21: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKY – POMĚROVÉ VYJÁDRĚNÍ VZHLEDEM K PŘEDCHOZÍMU ROKU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	78
TABULKA 22: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKY (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	79
TABULKA 23: UKAZATELE LIKVIDITY (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	81
TABULKA 24: UKAZATELE LIKVIDITY ODVĚTVÍ C 25 (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ ÚDAJŮ Z FINANČNÍ ANALÝZY PODNIKOVÉ SFÉRY [8])	81

TABULKA 25: UKAZATELE RENTABILITY (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	82
TABULKA 26: UKAZATELE RENTABILITY C25 (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ ÚDAJŮ Z FINANČNÍ ANALÝZY PODNIKOVÉ SFÉRY [8])	83
TABULKA 27: UKAZATELE ZADLUŽENOSTI (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	83
TABULKA 28: UKAZATEL ZADLUŽENOSTI (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ ÚDAJŮ Z FINANČNÍ ANALÝZY PODNIKOVÉ SFÉRY [8])	84
TABULKA 29: UKAZATELE AKTIVITY (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	84
TABULKA 30: UKAZATELE AKTIVITY ODVĚTVÍ (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ ÚDAJŮ Z FINANČNÍ ANALÝZY PODNIKOVÉ SFÉRY [8])	85
TABULKA 31: ANALÝZA ČISTÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	86
TABULKA 32: ALTMANŮV MODEL (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	87
TABULKA 33: INDEX IN05 (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	88
TABULKA 34: INDEX BONITY (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	88
TABULKA 35: KRALICKŮV QUICK-TEST (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ NA ZÁKLADĚ DAT Z VÝROČNÍCH ZPRÁV SPOLEČNOSTI TSS, SPOL. S R.O. DOSTUPNÝCH V OBCHODNÍM REJSTŘÍKU [9])	89
TABULKA 36: PROVOZNĚ NUTNÝ MAJETEK (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ PODLE DAT Z ÚČETNÍCH VÝKAZŮ FIRMY TSS A PODLE NÁVODU PROF. MAŘÍKA [1,9])	94
TABULKA 37: KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ PODLE DAT Z ÚČETNÍCH VÝKAZŮ FIRMY TSS A PODLE NÁVODU PROF. MAŘÍKA [1,9])	95
TABULKA 38: VÝVOJ TRŽEB PODNIKU TSS A CELÉHO ODVĚTVÍ (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ PODLE DAT Z ÚČETNÍCH VÝKAZŮ FIRMY TSS A PODLE NÁVODU PROF. MAŘÍKA [1,9])	97
TABULKA 39: VÝVOJ A PŘEDPOVĚĎ MAKROEKONOMICKÝCH VELIČIN (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT MAKROEKONOMICKÉ PREDIKCE MINISTERSTVA FINANČÍ [11;1])	97
TABULKA 40: TABULKA ZÁVISLOSTI OBOROVÝCH A PODNIKOVÝCH TRŽEB NA MAKROEKONOMICKÝCH VELIČINÁCH (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT MAKROEKONOMICKÉ PREDIKCE MINISTERSTVA FINANČÍ [11;1])	98
TABULKA 41: PŘEDPOVĚĎ TRŽEB PODNIKU TSS PARABOLICKOU REGRESNÍ FUNKCÍ (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT MAKROEKONOMICKÉ PREDIKCE MINISTERSTVA FINANČÍ [11;1])	99
TABULKA 42: VÝPOČET A PŘEDPOVĚĎ ZISKOVÉ MARŽE „ZDOLA“ (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	101
TABULKA 43: DOBY OBRATU OBĚŽNÉHO MAJETKU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	102
TABULKA 44: PŘEDPOVĚĎ OBĚŽNÝCH AKTIV A PROVOZNĚ NUTNÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	103
TABULKA 45: VÝPOČET KOEFICIENTŮ INVESTIČNÍ NÁROČNOSTI PODNIKU TSS (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	104
TABULKA 46: PLÁNOVANÝ OBJEM INVESTIC (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	105
TABULKA 47: PLÁN DLOUHODOBÉHO MAJETKU, INVESTIC A ODPIŠŮ (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	106
TABULKA 48: RENTABILITA PROVOZNĚ NUTNÉHO KAPITÁLU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	106
TABULKA 49: PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ PODNIKU POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	107
TABULKA 50: PLÁN HOSPODÁŘSKÉHO VÝSLEDKU Z PROVOZNÍ ČINNOSTI (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	109

TABULKA 51: PLÁN ČISTÉHO ZISKU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	109
TABULKA 52: PLÁNOVANÁ ROZVAHA – AKTIVA (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	110
TABULKA 53: PLÁNOVANÁ ROZVAHA – PASIVA (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	111
TABULKA 54: PLÁNOVANÉ CASH FLOW Z PROVOZNÍ ČINNOSTI (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	112
TABULKA 55: PLÁN CELKOVÉHO PENĚŽNÍHO TOKU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	112
TABULKA 56: PRŮMĚRNÉ NÁKLADY CIZÍHO KAPITÁLU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	114
TABULKA 57: METODA CAPM (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE MODELU CAPM PROF. DAMODARANA [1;9])	116
TABULKA 58: VÝPOČET WACC PODNIKU TSS (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	118
TABULKA 59: PODKLADY PRO DCF - INVESTOVANÝ KAPITÁL (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	119
TABULKA 60: PODKLADY PRO VÝPOČET 2. FÁZE METODY DCF (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	119
TABULKA 61: VÝPOČET DISKONTOVANÉHO VOLNÉHO CASH FLOW (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	120
TABULKA 62: VÝPOČET POKRAČUJÍCÍ HODNOTY PODNIKU (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	121
TABULKA 63: VÝSLEDNÁ HODNOTA VK PODLE METODY DCF K 1.1. 2016 (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	122
TABULKA 64: VÝPOČET DISKONTOVANÉ EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY PRO 1. FÁZI OCENĚNÍ (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	123
TABULKA 65: POKRAČUJÍCÍ HODNOTA PODNIKU PODLE METODY EVA (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	123
TABULKA 66: VÝPOČET KONEČNÉHO OCENĚNÍ PODLE EVA (ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ S POUŽITÍM DAT PODNIKU TSS SPOL. S R.O. PODLE NÁVODU PROFESORA MAŘÍKA [1;9])	124

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha podniku TSS za období 2011-2015 (netto hodnoty).....	138
Příloha 2: Výkazy zisku a ztráty podniku TSS za období 2011-2015	142
Příloha 3: Výpočet předpovědi tržeb podniku TSS	
Viz přiložené CD/Přílohy/pril_3_predikce	
Příloha 4: Průběžné výpočty ocenění podniku TSS	
Viz přiložené CD/Přílohy/pril_4_vypočty	

Přílohy

Příloha 1: Rozvaha podniku TSS za období 2011-2015 (netto hodnoty) (zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z obchodního rejstříku [9])

AKTIVA	Účetní období				
	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	115 233	127 508	128 054	155 640	178 220
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	28 784	46 343	62 668	63 532	58 278
Dlouhodobý nehmotný majetek	432	879	1 421	1 222	1 628
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
Software	432	879	1 421	1 222	1 628
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	28 352	45 464	61 247	62 310	56 650
Pozemky	1 380	1 380	1 380	1 380	972
Stavby	17 006	16 472	22 981	23 083	24 516
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	5 532	8 341	31 956	29 356	31 091
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4 434	12 262	4 930	8 491	71
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	7 009	0	0	0
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Podíly - ovládaná osoba	0	0	0	0	0
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0

AKTIVA	2011	2012	2013	2014	2015
Oběžná aktiva	86 346	80 867	64 204	91 798	119 642
Zásoby	19 542	21 242	17 139	20 038	17 955
Materiál	12 726	11 553	9 965	9 829	10 290
Nedokončená výroba a polotovary	5 526	8 950	6 940	8 497	7 444
Výrobky	658	482	126	133	24
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
Zboží	632	257	108	1 579	197
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	96	96	96	96	96
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	38 554	31 924	35 241	39 709	35 360
Pohledávky z obchodních vztahů	36 854	29 187	31 800	35 812	35 238
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	688	2 031	3 169	3 611	-2
Krátkodobé poskytnuté zálohy	974	673	239	160	93
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	38	33	33	126	31
Krátkodobý finanční majetek	28 154	27 605	11 728	31 955	66 231
Peníze	137	166	128	250	87
Účty v bankách	27 323	27 439	11 600	31 705	66 144
Krátkodobý cenné papíry a podíly	694	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	103	298	1 182	310	300
Náklady příštích období	103	298	264	301	300
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	0	0	918	9	0

PASIVA	Účetní období				
	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	115 233	127 508	128 054	155 640	178 220
Vlastní kapitál	75 849	88 525	87 372	113 624	144 688
Základní kapitál	300	300	300	300	300
Základní kapitál	300	300	300	300	300
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	-60	0	0	0	0
Emisní ážio	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-60	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
Rozdíly z přeměn společností	0	0	0	0	0
Rozdíly z ocenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	66	95	60	143	186
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	30	60	60	60	60
Statutární a ostatní fondy	36	35	0	83	126
Výsledek hospodaření minulých let	56 382	69 926	70 008	86 438	112 981
Nerozdělený zisk minulých let	56 382	69 926	70 008	86 438	112 981
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	19 161	18 204	17 004	26 743	31 221

	2011	2012	2013	2014	2015
Cizí zdroje	38 056	38 791	40 231	41 574	32 853
Rezervy	0	0	0	0	0
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	11 780	11 813	12 709	10 996	11 375
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	9 900	9 893	10 076	7 583	7 566
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
Jiné závazky	0	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	1 880	1 920	2 633	3 413	3 809
Krátkodobé závazky	26 276	26 978	27 522	30 578	21 478
Závazky z obchodních vztahů	16 122	20 049	19 934	17 222	7 479
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	130	147	65	93	98
Závazky k zaměstnancům	2 643	3 208	3 192	3 544	3 720
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 571	1 845	1 848	2 047	2 160
Stát - daňové závazky a dotace	4 360	1 405	406	2 087	3 315
Krátkodobé přijaté zálohy	1 023	0	1 969	5 421	4 594
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	406	292	73	113	70
Jiné závazky	21	32	35	51	42
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	1 328	192	451	442	679
Výdaje příštích období	1 328	192	451	442	679
Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

Příloha 2: Výkazy zisku a ztráty podniku TSS za období 2011-2015 (zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z obchodního rejstříku [9])

Výkaz zisku a ztráty	Účetní období				
	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	23 497	43 587	32 677	42 041	38 283
Náklady vynaložené na prodané zboží	20 537	39 499	29 331	36 410	34 298
Obchodní marže	2 960	4 088	3 346	5 631	3 985
Výkony	170 507	173 804	177 602	202 201	212 008
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	171 903	170 309	178 602	199 479	212 859
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 238	3 249	-2 368	1 565	-1 161
Aktivace	842	246	1 368	1 157	310
Výkonová spotřeba	76 989	79 446	81 318	85 945	79 417
Spotřeba materiálu a energie	62 492	62 405	61 172	65 738	62 029
Služby	14 497	17 041	20 146	20 207	17 388
Přidaná hodnota	96 478	98 446	99 630	121 887	136 576
Osobní náklady	62 066	68 489	71 352	74 058	78 470
Mzdové náklady	45 746	50 289	52 366	54 446	57 796
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15 228	16 681	17 396	18 005	19 033
Sociální náklady	1 092	1 519	1 590	1 607	1 641
Daně a poplatky	283	398	391	379	561
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 653	3 483	5 942	8 774	9 769
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	265	2 717	594	914	4 495
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	83	599	0	5	4 000
Tržby z prodeje materiálu	182	2 118	594	909	495
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	3	186	74	9	3 026
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	130	0	0	2 998
Prodaný materiál	3	56	74	9	28
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-284	81	-709	-175	-1 685
Ostatní provozní výnosy	1 290	1 480	3 588	1 274	1 359
Ostatní provozní náklady	6 515	5 240	5 881	6 867	10 932
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	23 797	24 766	20 881	34 163	41 357

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	2 417	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	2 290	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	54	325	4	1	0
Nákladové úroky	692	675	597	515	514
Ostatní finanční výnosy	2 383	1 263	2 192	705	352
Ostatní finanční náklady	2 037	3 175	1 877	1 583	2 756
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	-292	-2 135	-278	-1 392	-2 918
Daň z příjmů za běžnou činnost	4 346	4 416	3 599	6 036	7 215
-splatná	4 931	4 376	2 886	5 256	6 819
-odložená	-585	40	713	780	396
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	19 159	18 215	17 004	26 735	31 224
Mimořádné výnosy	27	0	1	9	0
Mimořádné náklady	25	6	1	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
-splatná	0	0	0	0	0
-odložená	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	2	-6	0	9	0
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	19 161	18 209	17 004	26 744	31 224
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	23 507	22 625	20 603	32 780	38 439